



BANCA CENTRALE EUROPEA

**BOLLETTINO MENSILE
MARZO**

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005





BANCA CENTRALE EUROPEA



Nel 2005 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 50 euro

**BOLLETTINO MENSILE
MARZO 2005**



© Banca Centrale Europea, 2005

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main - Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main - Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

*Questo Bollettino è stato predisposto
sotto la responsabilità del Comitato
esecutivo della BCE.*

*Traduzione e pubblicazione
a cura della Banca d'Italia.
Tutti i diritti riservati.*

*È consentita la riproduzione
a fini didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte.*

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 2 marzo 2005.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di marzo 2005
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA	I
Il contesto esterno all'area dell'euro	9		
Gli andamenti monetari e finanziari	15	IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)	V
Prezzi e costi	51		
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	59	DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004	IX
La finanza pubblica	71	GLOSSARIO	XV
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	78		
Riquadri:			
1 Previsioni di inflazione desunte dagli indicatori monetari	20		
2 La volatilità del tasso di interesse overnight in un'ottica di medio termine	25		
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 9 novembre 2004 al 7 febbraio 2005	28		
4 Misurazione del costo reale di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro	38		
5 La trasmissione dei tassi di interesse di mercato ai tassi sui prestiti applicati dalle IFM dall'avvio della terza fase dell'UEM	41		
6 Andamento del debito e dei prestiti in sofferenza delle famiglie nell'area dell'euro	48		
7 I dati delle indagini PMI sui prezzi alla produzione degli input e dell'output	54		
8 L'effetto di trascinamento sulla crescita media del PIL nel 2005	60		
9 Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro	65		
10 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE	68		

SIGLARIO

PAESI

BE	Belgio	HU	Ungheria
CZ	Repubblica Ceca	MT	Malta
DK	Danimarca	NL	Paesi Bassi
DE	Germania	AT	Austria
EE	Estonia	PL	Polonia
GR	Grecia	PT	Portogallo
ES	Spagna	SI	Slovenia
FR	Francia	SK	Slovacchia
IE	Irlanda	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Svezia
CY	Cipro	UK	Regno Unito
LV	Lettonia	JP	Giappone
LT	Lituania	US	Stati Uniti
LU	Lussemburgo		

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
HWWA	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

Secondo la consuetudine della Comunità, i paesi UE sono elencati in questo Bollettino utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.

EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 3 marzo 2005 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di mantenere al 2,0 per cento il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati mantenuti anch'essi invariati, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento.

Il Consiglio direttivo continua a non rilevare evidenze significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro. Pertanto, esso ha lasciato invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE, i cui livelli storicamente bassi contribuiscono in misura rilevante alla ripresa economica. Nel contempo, vi sono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine, riguardo ai quali il Consiglio direttivo deve rimanere vigile.

Per quanto concerne l'analisi economica alla base della valutazione del Consiglio direttivo, la prima stima dell'Eurostat indica per il quarto trimestre del 2004 un tasso di crescita del PIL sul periodo precedente dello 0,2 per cento. Inoltre, il tasso di incremento relativo al terzo trimestre è stato rivisto al ribasso, allo 0,2 per cento. Questi dati per la seconda parte dell'anno risultano nel complesso deludenti; tuttavia, la composizione della crescita della domanda nel quarto trimestre fornisce altresì qualche segnale positivo riguardo alla tendenza di fondo. Il rafforzamento della domanda interna e, in particolare, dei consumi potrebbe indicare che la ripresa dell'attività economica nell'area stia riacquistando un certo slancio.

La minore espansione del PIL nella seconda parte del 2004 potrebbe essere di carattere temporaneo per diverse ragioni. Dal lato esterno, la crescita dell'economia mondiale rimane vigorosa, stimolando le esportazioni dell'area dell'euro. Dal lato interno, gli investimenti continuerebbero a beneficiare delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, degli elevati utili societari e della maggiore efficienza delle imprese. L'incremento dei consumi dovrebbe essere sostenuto dal previsto andamento del reddito disponibile reale.

Il Consiglio direttivo si attende, pertanto, che la crescita economica prosegua nel 2005 e nel 2006. Tale valutazione si riflette anche nelle proiezioni degli esperti della BCE di marzo 2005, secondo le quali l'espansione del PIL dell'area dell'euro si collocherebbe, in media, fra l'1,2 e il 2,0 per cento nell'anno in corso e fra l'1,6 e il 2,6 per cento nel 2006. Queste proiezioni risultano inferiori a quelle dello scorso dicembre elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, per effetto dell'andamento più debole dell'economia nell'ultima parte del 2004. Le previsioni rese disponibili da organizzazioni internazionali e del settore privato forniscono un quadro essenzialmente analogo.

Lo scenario delineato dalle proiezioni è soggetto a una serie di rischi. Dal lato esterno, l'elevato livello e la volatilità delle quotazioni petrolifere nonché la persistenza di squilibri mondiali comportano rischi al ribasso per la crescita. Per quanto riguarda i tassi di cambio, il Consiglio direttivo conferma la posizione assunta nella fase di brusco rafforzamento dell'euro, ribadendo che questi movimenti non vengono visti con favore e non sono auspicabili per l'espansione economica. Dal lato interno, sussistono incertezze circa l'evoluzione dei consumi, mentre le condizioni di finanziamento molto favorevoli e l'incremento degli utili societari potrebbero indurre una crescita degli investimenti maggiore di quanto attualmente previsto.

Passando ai prezzi al consumo, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è sceso in misura piuttosto marcata in gennaio, all'1,9 per cento dal 2,4 di dicembre. Tale diminuzione è ampiamente riconducibile a effetti base derivanti dagli andamenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati in alcuni paesi. La stima rapida dell'Eurostat indica per febbraio un tasso di inflazione al consumo del 2,0 per cento.

È probabile che l'inflazione oscilli intorno al 2 per cento nei prossimi mesi. In una prospettiva di più lungo periodo non sussistono evidenze dell'accumularsi di maggiori pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro. Negli ultimi trimestri gli incrementi salariali

sono rimasti contenuti, tendenza che dovrebbe proseguire tenuto conto della moderata crescita economica.

Tali valutazioni sono incluse anche nelle proiezioni formulate dagli esperti della BCE. Il tasso di inflazione misurato sullo IAPC dovrebbe situarsi, in media d'anno, in un intervallo dell'1,6-2,2 per cento nel 2005 e dell'1,0-2,2 per cento nel 2006. I valori indicati dalle proiezioni sono sostanzialmente invariati rispetto all'esercizio di dicembre e risultano coerenti con le previsioni pubblicate di recente da organizzazioni internazionali e del settore privato.

Occorre tenere in considerazione diversi rischi al rialzo che caratterizzano tali proiezioni, segnatamente l'evoluzione dei corsi del greggio. Anche gli andamenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati potrebbero nuovamente esercitare impreviste spinte al rialzo. Inoltre, è necessario rimanere vigili riguardo al potenziale rischio che gli scorsi rincari determinino effetti di secondo impatto nell'economia attraverso la formazione di salari e prezzi. A questo proposito, è necessario seguire con attenzione l'andamento delle aspettative di inflazione a più lungo termine.

L'analisi monetaria consente di trarre ulteriori indicazioni circa le prospettive per l'evoluzione dei prezzi su orizzonti di medio-lungo periodo. Gli ultimi dati sugli andamenti monetari confermano l'accelerazione di M3 osservata fin dalla metà dello scorso anno. Questi sviluppi rispecchiano in misura crescente l'effetto espansivo dei tassi di interesse storicamente molto bassi nell'area dell'euro. A seguito dell'incremento persistentemente elevato di M3 negli anni scorsi, il livello di liquidità nell'area è notevolmente superiore a quello necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica. Ciò potrebbe generare rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine e, pertanto, richiede un atteggiamento vigile.

Inoltre, il livello eccezionalmente contenuto dei tassi di interesse reali stimola ulteriormente la domanda di credito da parte del settore privato. La crescita dei prestiti alle società non finanzia-

rie ha continuato a rafforzarsi negli ultimi mesi. In aggiunta, la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni seguita a essere sostenuta, contribuendo alla vigorosa dinamica dei prezzi degli immobili residenziali in alcune regioni dell'area dell'euro.

In sintesi, l'analisi economica conferma che dal lato interno le spinte inflazionistiche di fondo rimangono contenute, tuttavia sussistono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo che saranno tenuti sotto stretta osservazione. La verifica incrociata con l'analisi monetaria conferma la necessità di rimanere vigili circa il concretizzarsi di rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine.

Per quanto attiene alle politiche di bilancio, il Consiglio direttivo constata che negli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati dai paesi dell'area dell'euro si prevedono dei progressi nel risanamento dei conti pubblici e nella correzione dei disavanzi eccessivi; nondimeno, in vari casi si rende necessario un maggiore riequilibrio delle finanze pubbliche. In particolare, diversi paesi non contemplanò un percorso di risanamento adeguatamente ambizioso, né si prefiggono di conseguire posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo entro la fine dell'orizzonte considerato nei programmi. Inoltre, in alcuni casi gli obiettivi di bilancio si basano su ipotesi di crescita piuttosto favorevoli e su misure non del tutto precisate.

Quanto al Patto di stabilità e crescita, è necessario che il dibattito giunga ora a una convincente conclusione che salvaguardi la disciplina di bilancio. È necessario che la credibilità della procedura per i disavanzi eccessivi sia pienamente preservata. Ciò è fondamentale non solo per la stabilità e la coesione macroeconomiche dell'area dell'euro, ma anche per la fiducia e le prospettive di crescita in tutti gli Stati membri.

A tale proposito, il Consiglio direttivo accoglie con favore la decisione del Consiglio Ecofin, basata su una raccomandazione della Commissione europea, di passare, per la prima volta, alla fase successiva della procedura per i disa-

vanzi eccessivi e di formulare nei confronti della Grecia un'intimazione ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 9, del Trattato. Il Consiglio direttivo ritiene inoltre che la proroga della scadenza, dal 2005 al 2006, per la correzione del disavanzo eccessivo spinga al limite il margine di interpretazione delle regole e delle procedure. È ora indispensabile che la Grecia intraprenda un'azione efficace per correggere il grave squilibrio fiscale.

Per quanto concerne gli andamenti strutturali, l'area dell'euro mostra una tendenza di crescita della produttività relativamente bassa dalla metà degli anni novanta. Un'analisi delle determinanti della produttività denota che la sua minore espansione nell'area è in parte connessa all'aumento dell'occupazione dovuto alla maggiore partecipazione dei lavoratori scarsamente qualificati. Il perdurare della moderazione salariale e i progressi sul fronte delle riforme del mercato del lavoro, volte a innalzare il tasso di partecipazione, sembrano avere in parte orientato la produzione verso un uso più intensivo del lavoro.

Vi sono anche evidenze che il rallentamento della produttività osservato nell'area dell'euro dalla metà degli anni novanta riflette l'insufficiente impiego di nuove tecnologie in grado di potenziarla. Se la crescita della produttività è aumentata nei settori che producono tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni o forniscono i relativi servizi, essa è invece diminuita in molti altri comparti dell'economia. Ciò indica la presenza di rigidità strutturali nell'area che impediscono oppure ostacolano la rapida ed efficace diffusione di nuove tecnologie e di più efficienti processi produttivi nell'economia.

In tale contesto, assumono importanza cruciale le riforme strutturali intese a stimolare l'innovazione, gli investimenti e la produttività, nonché a promuovere l'uso di nuove tecnologie suscettibili di favorire la produttività. Favorire la concorrenza nei mercati dei beni e servizi, agevolare la ristrutturazione e migliorare il capitale umano attraverso adeguati sistemi di istruzione e formazione sul posto di lavoro dovrebbero accelerare i guadagni di produttività derivanti dall'impiego di nuove tecnologie.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Il ritmo di espansione dell'economia mondiale resta vigoroso, nonostante un lieve calo e con l'eccezione del Giappone. In un contesto generale in cui l'azione di stimolo delle politiche economiche viene progressivamente meno, la crescita continua ad essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli. Tuttavia, i corsi petroliferi permangono elevati in un contesto di notevole volatilità e persistono squilibri a livello mondiale. Nonostante questi fattori di rischio, le prospettive per l'economia mondiale e per la domanda estera dell'area dell'euro sono ancora relativamente positive.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

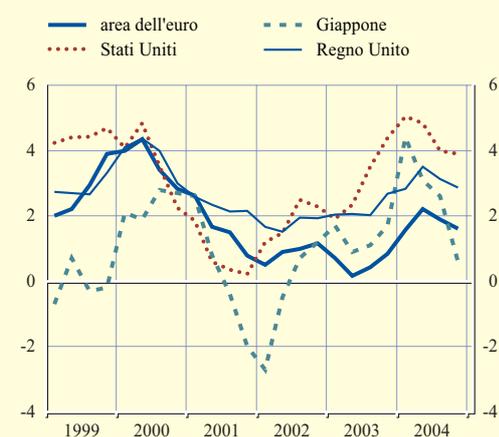
L'economia mondiale ha continuato a espandersi a un ritmo piuttosto robusto fino alla fine del 2004 e, stando agli indicatori finora disponibili, anche nel primo scorcio del 2005. In generale, l'azione di stimolo delle politiche economiche viene progressivamente meno e la crescita continua a essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli in un contesto di tassi di interesse contenuti. La crescita mondiale alla fine del 2004 ha beneficiato della sostenuta attività negli Stati Uniti e in Cina; in quest'ultimo paese la crescita nel quarto trimestre si è ulteriormente intensificata rispetto al periodo corrispondente. In questo quadro complessivo di espansione mondiale piuttosto solida e generalizzata spicca l'eccezione del Giappone, che anche nel quarto trimestre – come nei due precedenti – ha registrato tassi di crescita negativi.

Di recente, e in parte di riflesso all'andamento dei prezzi del petrolio e delle materie prime verso la fine del 2004, l'inflazione al consumo si è moderata in molti paesi. Il tasso di crescita sui dodici mesi calcolato sull'indice dei prezzi al consumo al netto dei prodotti energetici e alimentari ha tuttavia continuato a crescere gradualmente in molte delle principali economie e, per l'insieme dei paesi dell'OCSE, è salito al 2,1 per cento nel quarto trimestre (dal 2,0 per cento del periodo precedente).

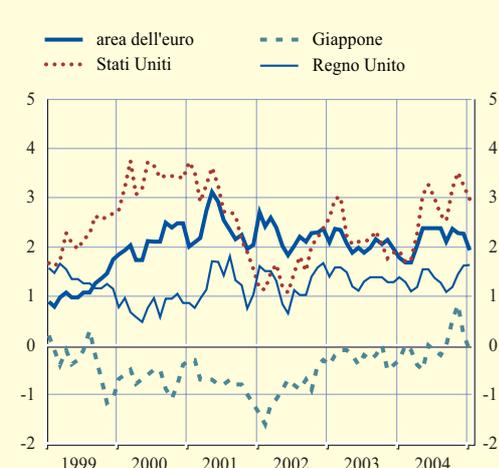
Corsi petroliferi elevati e volatili hanno continuato a pesare sull'economia mondiale. Allo stesso tempo, gli squilibri esterni hanno destato ancora qualche preoccupazione nei mercati finanziari internazionali: lo dimostra la risposta dei mercati valutari alla pubblicazione, in febbraio, di vari dati che influivano sulla valutazione del probabile andamento dell'aggiustamento.

Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate

Crescita del PIL¹⁾
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Tassi di inflazione²⁾
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono stati destagionalizzati.
2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica ha rallentato in misura soltanto marginale durante l'ultimo trimestre del 2004 e, secondo dati preliminari, avrebbe registrato un tasso di crescita sul trimestre precedente espresso in ragione d'anno del 3,8 per cento. Il contributo negativo dell'interscambio ha parzialmente controbilanciato il perdurante vigore di fondo della spesa per consumi privati (sostenuta dalla dinamica ancora robusta della componente dei beni durevoli) e degli investimenti delle imprese in attrezzature e software. Nel complesso del 2004 il PIL in termini reali è aumentato complessivamente del 4,4 per cento, il tasso più elevato degli ultimi cinque anni. I dati disponibili per la prima parte del 2005 stanno a indicare che l'attività economica interna, benché ancora solida, cresca a ritmi lievemente inferiori al livello sostenuto di fine 2004. Per quello che concerne il settore delle imprese, in gennaio la crescita sul mese precedente della produzione industriale è rimasta stabile a fronte di un tasso di utilizzo della capacità praticamente invariato. Ciò avrebbe riflesso in larga misura l'andamento debole dei servizi di pubblica utilità, un segmento che risente dei fattori meteorologici. Sempre in gennaio, gli ordinativi di beni d'investimento non connessi alla difesa a eccezione degli aeromobili sono ulteriormente aumentati. Pur mostrando in generale un lieve arretramento dai massimi dello scorso anno, gli indicatori del clima di fiducia delle imprese del settore manifatturiero continuano a segnalare un'espansione all'inizio del 2005. Per quanto riguarda le famiglie, in gennaio la spesa per consumi è diminuita in termini reali rispetto al mese precedente, soprattutto a causa della flessione degli acquisti di autoveicoli dopo i livelli elevati di fine 2004.

In prospettiva, la crescita dell'economia statunitense dovrebbe restare complessivamente vigorosa nel breve periodo. Sugli investimenti delle imprese dovrebbero influire in senso positivo la forte redditività delle stesse e i bassi costi di finanziamento. Questi ultimi, assieme alla ricchezza risultante dall'ancora robusta espansione del mercato delle abitazioni, continuano a stimolare anche la spesa per consumi delle famiglie. Allo stesso tempo, il clima di fiducia dei consumatori è rimasto su livelli relativamente elevati per tutto il primo scorcio del 2005. In presenza di tassi di risparmio personale storicamente contenuti e di livelli di indebitamento delle famiglie storicamente alti, i tassi di crescita perdurantemente robusti della spesa delle famiglie dipendono in larga misura dall'andamento del reddito disponibile. Un ulteriore assorbimento dell'eccesso di offerta sul mercato del lavoro dovrebbe concorrere a sostenere i redditi da lavoro delle famiglie e accrescere di conseguenza il reddito disponibile. La reazione di salari e stipendi all'ulteriore miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro dipende soprattutto dal modo in cui tale miglioramento influirà sul tasso di partecipazione alla forza lavoro, che si colloca oggi su livelli storicamente bassi.

L'inflazione al consumo è scesa al 3,0 per cento in gennaio, dal 3,5 per cento di novembre, mentre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo al netto dei prodotti alimentari e dell'energia è salito lievemente al 2,3 per cento. In tale mese, il deflatore della spesa per consumi privati ha seguito un andamento analogo a quello dell'indice dei prezzi al consumo (IPC).

Con riferimento alla politica monetaria, nella riunione dell'1 e 2 febbraio 2005 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha innalzato il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la sesta volta consecutiva, al 2,50 per cento. In linea con le dichiarazioni precedenti, nel suo comunicato stampa il FOMC ha indicato che "la fase di restrizione delle condizioni monetarie proseguirebbe in modo graduale". La proposta di bilancio per l'esercizio 2006, resa pubblica agli inizi di febbraio, confermava l'obiettivo di dimezzare il disavanzo fiscale entro l'esercizio 2009. Tale obiettivo, da attuare mediante i proposti tagli alla componente discrezionale della spesa, si basa sull'ipotesi che oltre l'orizzonte dell'attuale esercizio non vi siano ulteriori spese per operazioni militari in Iraq e Afghanistan.

GIAPPONE

In Giappone l'economia ha attraversato un periodo di debolezza. Secondo una prima stima, nell'ultimo trimestre del 2004 il PIL è sceso dello 0,1 per cento in termini reali sul periodo precedente. Una scomposizione di questo dato mostra come il calo sia in larga misura imputabile al contributo negativo dei consumi privati e delle esportazioni nette. Hanno invece fornito un contributo positivo gli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale e i consumi collettivi. Nel contempo sono stati corretti al ribasso i dati relativi alla crescita del PIL nei primi tre trimestri del 2004, in parte in conseguenza del diverso metodo di destagionalizzazione. Stando ai dati rivisti, anche nel secondo e nel terzo trimestre il PIL in termini reali del paese ha registrato tassi di crescita negativi (rispettivamente pari a -0,2 e -0,3 per cento). Ciò nonostante, grazie a effetti base e alla robusta dinamica del primo trimestre, il tasso di crescita del PIL in termini reali per l'insieme dell'anno è risultato il più elevato dal 1996 (2,6 per cento). Una probabile ulteriore revisione potrebbe allineare questi valori a quelli assunti da altri indicatori economici, che – pur segnalando un significativo indebolimento dopo il primo trimestre – non mostrano una vera e propria contrazione negli ultimi nove mesi.

In prospettiva, l'attività economica resterà verosimilmente debole nei prossimi trimestri fino al completamento dell'attuale processo di correzione delle scorte nel settore manifatturiero e in particolare nel comparto informatico.

Per quanto concerne i prezzi, persistono moderate pressioni deflazionistiche e più di recente il processo di liberalizzazione del settore dei servizi di pubblica utilità ha esercitato un lieve effetto al ribasso sui prezzi al consumo. Nel gennaio 2005 il tasso di variazione sui dodici mesi dell'IPC è sceso a -0,1 per cento, da +0,2 in dicembre, mentre quello calcolato al netto degli alimentari freschi è stato pari a -0,3 per cento (-0,2 in dicembre). Allo stesso tempo, rispetto al periodo corrispondente del 2003, il deflatore del PIL è risultato inferiore dello 0,3 per cento nel quarto trimestre dopo essere calato dell'1,4 per cento nel terzo. Il 17 febbraio la Banca del Giappone ha confermato a 30-35 mila miliardi di yen l'intervallo obiettivo per il saldo sui conti correnti detenuti presso di essa.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica è rimasta vigorosa e nel quarto trimestre 2004 il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,7 per cento sul trimestre precedente. La crescita è stata sorretta dalla domanda interna, soprattutto dalla componente degli investimenti, che nello stesso periodo è aumentata dell'1,4 per cento. L'interscambio netto ha invece fornito un contributo negativo. Nel gennaio 2005 l'attività sul mercato immobiliare ha decelerato ulteriormente, ma il minor incremento dei prezzi delle abitazioni è parso influire sui consumi in misura inferiore rispetto al passato. Le condizioni sul mercato del lavoro sono rimaste tese, in quanto nel quarto trimestre il tasso di occupazione è salito al 74,9 per cento e anche il numero di impieghi disponibili ha registrato un incremento. Inoltre, nello stesso periodo il tasso di incremento delle retribuzioni medie – sia al lordo sia al netto delle gratifiche – è lievemente aumentato in rapporto al periodo corrispondente del 2003 in un contesto in cui l'impatto sul costo del lavoro per unità di prodotto è stato attenuato dall'aumento piuttosto consistente della produttività del lavoro. In gennaio l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stata pari all'1,6 per cento, invariata rispetto a dicembre e ancora inferiore all'obiettivo del 2 per cento.

In prospettiva, nel breve periodo la crescita dell'economia britannica dovrebbe moderarsi lievemente riflettendo in parte l'effetto frenante sia della recente serie di aumenti dei tassi di interesse sia dell'altrettanto recente decelerazione dell'attività sul mercato delle abitazioni.

ALTRI PAESI EUROPEI

Il quadro economico degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro resta relativamente favorevole, anche se nella seconda metà del 2004 la crescita del prodotto è stata in generale lievemente meno robusta che nella prima. La domanda di questi paesi ha tuttavia continuato a influire positivamente sulla domanda estera dell'area dell'euro. Allo stesso tempo, in gran parte di questi paesi le pressioni inflazionistiche permangono modeste.

In Danimarca e Svezia il PIL in termini reali ha registrato tassi di incremento lievemente inferiori (e rispettivamente pari allo 0,1 e 0,9 per cento) nel terzo trimestre rispetto al periodo precedente. In Danimarca, tale andamento è riconducibile al notevole incremento delle importazioni che ha controbilanciato la maggiore espansione della domanda interna. Per quanto riguarda la Svezia, al contributo positivo rappresentato principalmente dall'aumento delle scorte si è contrapposto quello dell'interscambio netto, che nel periodo è divenuto negativo. Nel quarto trimestre la crescita del PIL in Danimarca è risalita allo 0,7 per cento. In gennaio l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa al di sotto dell'1 per cento in entrambi i paesi, in conseguenza del calo dei corsi petroliferi. Guardando al futuro, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe essere trainata dalla domanda interna in Danimarca, mentre in Svezia dovrebbe restare relativamente sostenuta in un contesto in cui l'incremento della domanda interna dovrebbe compensare il contributo più modesto delle esportazioni nette.

Nei tre principali nuovi Stati membri dell'UE (Polonia, Ungheria e Repubblica Ceca), durante la seconda metà del 2004 l'economia ha continuato a espandersi a ritmi vigorosi seppur inferiori rispetto al passato, a fronte di pressioni inflazionistiche più contenute. In Polonia, stando a stime preliminari, il tasso di crescita del PIL in termini reali rispetto al periodo corrispondente del 2003 è sceso ulteriormente nel quarto trimestre, attestandosi su livelli leggermente inferiori al 4 per cento, mentre in Ungheria si è mantenuto stabile al 3,7 per cento. Nella Repubblica Ceca il terzo trimestre ha coinciso con una lieve moderazione della crescita, calata al 3,5 per cento. La spesa per investimenti è rimasta una determinante fondamentale della crescita di Ungheria e Repubblica Ceca, mentre si è rafforzata in misura solo graduale in Polonia. Se si esclude il caso polacco, il contributo delle esportazioni nette è stato di norma limitato o negativo. Le importazioni sono aumentate sensibilmente grazie al vigore degli investimenti e all'elevato contenuto di beni di importazione di questa componente della spesa. In prospettiva, la crescita del prodotto dovrebbe rimanere sostenuta. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC, che nella prima metà del 2004 era notevolmente aumentata, ha continuato a diminuire in tutti e tre i paesi per il possibile effetto del recente rafforzamento delle rispettive monete nazionali. L'incremento dello IAPC in gennaio, relativamente contenuto nella Repubblica Ceca (1,5 per cento), in Polonia e in Ungheria è stato rispettivamente pari al 3,8 e al 3,9 per cento.

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro il prodotto ha continuato a crescere vigorosamente nel terzo trimestre del 2004 e, verosimilmente, anche verso la fine dell'anno. Nell'ultima parte del 2004 l'inflazione è diminuita nella maggioranza di questi paesi, in un contesto in cui l'effetto di precedenti incrementi *una tantum* dei prezzi è venuto progressivamente meno.

In Svizzera dati recenti indicavano un rallentamento dell'attività verso la fine del 2004. Le esportazioni, indebolitesi in tale periodo, potrebbero segnare un recupero nel prosieguo del 2005 in quanto il precedente apprezzamento del franco svizzero è stato in larga parte riassorbito in dicembre. A seguito dei minori prezzi dell'energia, in gennaio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa

all'1,2 per cento dall'1,6 del novembre 2004. Il 16 dicembre la Banca nazionale svizzera ha deciso di lasciare invariato allo 0,25-1,25 per cento l'intervallo obiettivo per il tasso Libor a tre mesi.

Per quanto riguarda la Russia, l'economia ha continuato a espandersi a un ritmo relativamente robusto grazie al perdurante contributo degli elevati corsi petroliferi. Nel quarto trimestre dello scorso anno il PIL in termini reali è cresciuto del 6,7 per cento sul periodo corrispondente, a fronte di un incremento del 7,1 per cento nel terzo, favorito dal perdurante vigore dei consumi privati e degli investimenti. La crescita per l'insieme dell'anno dovrebbe attestarsi secondo stime preliminari sul 7,1 per cento, lievemente inferiore rispetto al 2003. L'inflazione è rimasta elevata e in gennaio il tasso di variazione sui dodici mesi dell'IPC ha raggiunto il 12,7 per cento, riflettendo in parte gli aumenti dei prezzi amministrati.

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

Nel complesso dei paesi asiatici escluso il Giappone la crescita ha continuato a rallentare moderatamente, mentre è rimasta costante in Cina. Ciò nonostante, la regione (che rappresenta circa il 14 per cento della domanda estera dell'area dell'euro) ha continuato nell'insieme a registrare tassi di espansione elevati. La decelerazione è principalmente riconducibile alla perdita di slancio delle esportazioni, che si è tradotta in una minore crescita dell'attività industriale. I consumi privati sono invece rimasti di norma relativamente robusti. Nel contempo le pressioni inflazionistiche hanno continuato ad attenuarsi in tutta la regione.

La Cina ha continuato a crescere vigorosamente anche nella prima parte del 2005 grazie all'evoluzione positiva dell'interscambio. In gennaio, l'aumento del 42,2 per cento sul periodo corrispondente registrato dalle esportazioni a fronte di un incremento del 23,9 per cento delle importazioni ha determinato un consistente avanzo commerciale. Nello stesso mese, l'inflazione è scesa ulteriormente, all'1,9 per cento dal 2,4 di dicembre. Nella Corea del Sud, l'economia ha continuato a espandersi a ritmi complessivamente sostenuti per effetto delle esportazioni. La domanda interna è invece rimasta debole, pur in presenza di alcuni segnali di miglioramento della spesa per consumi.

In prospettiva, l'attività nei paesi asiatici escluso il Giappone dovrebbe restare nell'insieme robusta. La dinamica dell'interscambio dovrebbe moderarsi lievemente, mentre si prevede che quella dei consumi privati mantenga un vigore soddisfacente soprattutto grazie al miglioramento generale dei mercati del lavoro. Di conseguenza, è probabile che la domanda interna si sostituisca alle esportazioni nette quale determinante principale della crescita nel 2005. Le pressioni inflazionistiche sottostanti dovrebbero restare modeste.

AMERICA LATINA

In America latina le informazioni disponibili segnalano un protratto vigore della crescita del prodotto in termini reali. L'espansione dell'economia è rimasta piuttosto generalizzata nei tre maggiori paesi (Argentina, Brasile e Messico) in un contesto in cui sia le esportazioni sia la domanda interna hanno registrato incrementi sostenuti, favoriti in parte dalla forte domanda mondiale di materie prime. Sia in Messico sia in Brasile il PIL in termini reali è aumentato del 4,9 per cento (sul periodo corrispondente) nell'ultimo trimestre del 2004, mentre in Argentina la produzione industriale è salita dell'8,5 per cento. Guardando al futuro, le condizioni economiche dovrebbero restare favorevoli a seguito del perdurare di un'evoluzione robusta sia delle esportazioni sia della domanda interna. Il perdurare delle pressioni inflazionistiche, principalmente imputabili alla crescita sostenuta della domanda interna nella regione, rappresenta uno dei rischi al ribasso per le prospettive di queste economie. Risulta al momento difficile valutare con esattezza gli effetti del processo di ristrutturazione

del debito attualmente in corso in Argentina, il quale costituisce un'importante fonte di incertezza nella regione.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

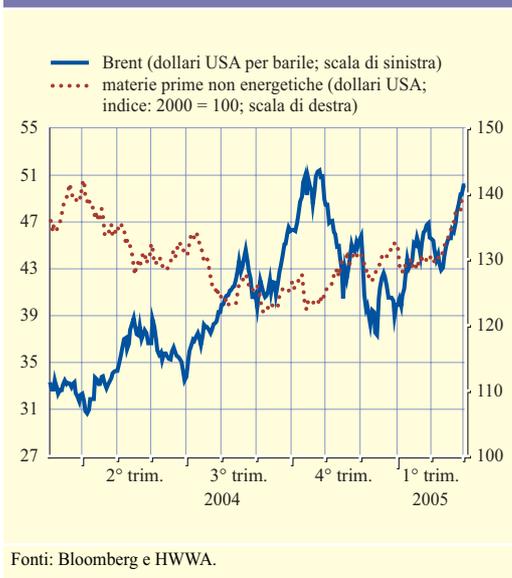
I prezzi del petrolio sono rimasti notevolmente volatili. Per lo più in calo nell'ultima parte del 2004 dopo i massimi storici di ottobre, essi sono tornati a segnare un forte recupero in gennaio. Alla fine di febbraio le quotazioni petrolifere erano prossime ai livelli di ottobre. La diminuzione iniziale di febbraio ha riflesso l'assenza di particolari ripercussioni delle elezioni in Iraq sull'offerta petrolifera del paese e la decisione, adottata dall'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) alla fine di gennaio, di mantenere invariata la propria quota di produzione. Il nuovo aumento della seconda metà di febbraio va invece ricondotto alla pubblicazione, da parte dell'Agenzia internazionale per l'energia (*International Energy Agency*, IEA), dell'*Oil Market Report* di febbraio che correggeva la precedente valutazione relativa al 2005 prevedendo condizioni più tese sul mercato del petrolio. Nelle previsioni dell'IEA, le prospettive per la crescita della domanda nel 2005 sono state riviste al rialzo, mentre quelle per la crescita della produzione dei paesi non OPEC sono state corrette al ribasso. A sostenere i prezzi hanno concorso anche l'ondata di maltempo che ha colpito sia l'Europa sia l'America settentrionale e le dichiarazioni dei delegati OPEC, indicative del fatto che i corsi petroliferi sarebbero rimasti elevati per tutto l'anno. Il 2 marzo la quotazione del greggio di qualità Brent ha raggiunto i 50 dollari. Il ridotto margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento e, di conseguenza, l'elevata sensibilità a variazioni inaspettate dell'equilibrio fra la domanda e l'offerta dovrebbero mantenere i prezzi del petrolio elevati e volatili. Nelle attese degli operatori, i corsi petroliferi dovrebbero scendere solo gradualmente, per portarsi sui 42,9 dollari per la fine del 2007.

In febbraio i prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati nel contesto del rincaro sia delle materie prime industriali sia dei beni alimentari e il loro valore in dollari è risultato nell'insieme superiore dell'1 per cento rispetto al mese corrispondente del 2004.

1.3 PROSPETTIVE GENERALI PER IL CONTESTO ESTERNO

L'economia mondiale e la domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbero continuare a espandersi a un ritmo sostenuto, ancorché lievemente inferiore rispetto ai tassi elevati del 2004. La crescita dovrebbe beneficiare delle favorevoli condizioni di finanziamento, come confermano in generale alcuni indicatori dell'economia mondiale quali l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti e l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE. L'effetto congiunto del prezzo persistentemente elevato del petrolio e della notevole volatilità dello stesso nel breve periodo rappresenta tuttavia un rischio per le prospettive economiche. Inoltre, persistono questioni connesse agli squilibri mondiali.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Il rafforzamento della crescita di M3 osservato nella seconda metà del 2004 è proseguito al volgere dell'anno, nonostante le indicazioni di una protratta, seppur graduale, normalizzazione delle scelte di portafoglio da parte dei residenti dell'area dell'euro. Le dinamiche monetarie hanno continuato a esser influenzate dall'effetto di stimolo sulle componenti più liquide di M3 derivante dal basso livello dei tassi di interesse che ha altresì concorso a un ulteriore rafforzamento della crescita del credito. Nel complesso, la liquidità nell'area dell'euro rimane significativamente maggiore di quanto necessario a finanziare una crescita non inflazionistica. Ciò potrebbe presentare dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il rafforzamento della crescita di M3 osservato nel secondo semestre dello scorso anno è proseguito nel primo scorcio del 2005. In gennaio la crescita sul periodo corrispondente è nuovamente aumentata, al 6,6 per cento, dal 6,0 e 5,6 per cento rispettivamente del quarto e del terzo trimestre del 2004. La media mobile a tre mesi dei tassi di crescita di M3 nel periodo da novembre 2004 a gennaio 2005 è salita al 6,3 per cento, dal 6,1 del periodo da ottobre a dicembre 2004 (cfr. figura 3).

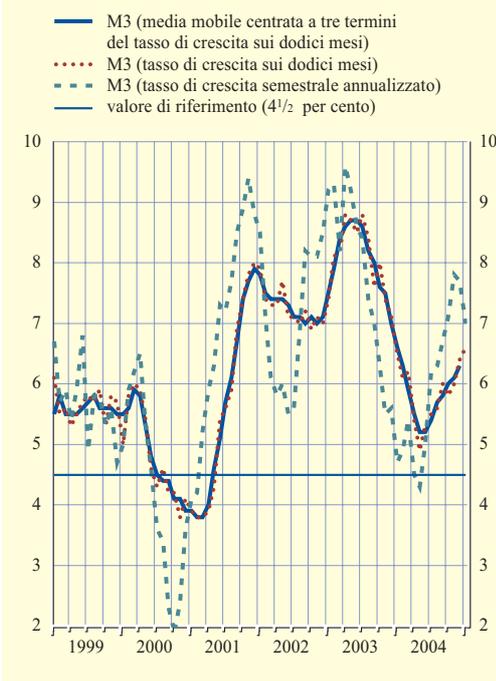
Gli andamenti monetari hanno continuato a essere influenzati da due forze opposte. Da un lato, il livello contenuto dei tassi di interesse ha comportato bassi costi opportunità per la detenzione di moneta, esercitando così un impatto al rialzo sulla crescita di M3, specie sulle sue componenti più liquide. A questo livello dei tassi l'effetto di stimolo potrebbe essere particolarmente forte, a causa dei costi di transazione associati con il passaggio ad attività meno liquide.

Dall'altro lato, la normalizzazione in atto delle scelte di portafoglio dopo il periodo di eccezionale preferenza per la liquidità tra il 2001 e la metà del 2003 ha tendenzialmente frenato la crescita monetaria. In effetti, sebbene la crescita di M3 sia in aumento dal secondo semestre del 2004, l'ulteriore moderazione della crescita di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i protratti afflussi verso le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM indicano che il processo di normalizzazione delle scelte di investimento finanziario è proseguito, sebbene a un ritmo graduale.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente di una misura di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio ha continuato a superare quello ufficiale di M3 (cfr. figura 4)¹⁾. Lo scarto

Figura 3 Crescita di M3 e valore di riferimento

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

1) Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

Figura 4 M3 e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

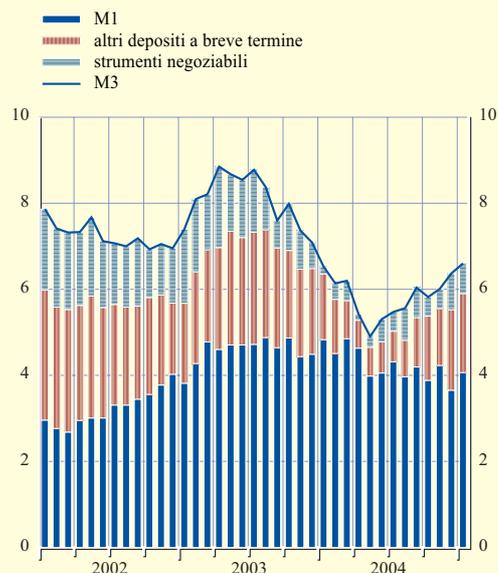


Fonte: BCE.

1) Le stime dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio su M3 sono costruite sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

Figura 5 Contributi al tasso di crescita sui dodici mesi di M3

(punti percentuali; crescita percentuale di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

tra i due tassi non è ampio, e si è ulteriormente ridotto verso la fine del 2004 allorché il ritmo della normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro ha segnato una nuova moderazione. Va tuttavia notato che, data l'inevitabile incertezza delle stime sull'entità di tali riallocazioni di portafoglio, occorre usare cautela nell'interpretare le indicazioni delle serie corrette.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Nel periodo sotto rassegna la forte crescita di M1 ha fornito il principale contributo alla dinamica di M3 (cfr. figura 5), a conferma dell'opinione secondo cui il basso livello dei tassi di interesse rappresenta attualmente la principale determinante della crescita di M3. Dopo il 9,6 per cento toccato nel terzo trimestre del 2004, il tasso di crescita di M1 sul periodo corrispondente è lievemente sceso nel quarto trimestre, rimanendo comunque elevato, al 9,3 per cento (cfr. tavola 1). Il calo è derivato da una diminuzione della crescita sia del circolante sia dei depositi a vista e, almeno in parte, è stato riassorbito in gennaio. In questo mese, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito al 9,2 per cento, dopo l'8,4 di dicembre, quando aveva risentito di effetti di fine anno.

Nel quarto trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi a termine diversi da quelli a vista ha segnato un recupero, al 3,4 per cento, dopo il 2,0 per cento del trimestre precedente, rispecchiando una minore flessione dei depositi con scadenza prestabilita fino a due anni (depositi a termine), mentre i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi di risparmio) hanno continuato a crescere vigorosamente a un tasso pressoché invariato. Gli sviluppi nel quarto trimestre sono stati tuttavia notevolmente influenzati da uno spostamento di fondi da depositi a vista verso altri depositi a breve termine, che, in base ai dati di gennaio, sembra esser stato perlopiù temporaneo.

Tavola I Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

(valori medi per le frequenze trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente						
		2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2004 dic.	2005 gen.
M1	45,0	11,0	11,0	10,2	9,6	9,3	8,4	9,2
Banconote e monete in circolazione	7,1	26,5	24,0	21,6	20,3	19,1	17,0	18,5
Depositi a vista	37,9	8,7	9,1	8,5	7,9	7,6	6,9	7,7
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	40,6	4,8	3,3	1,7	2,0	3,4	4,5	4,4
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,7	-3,0	-4,4	-7,0	-5,9	-2,4	0,2	0,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	24,9	11,0	9,2	8,1	7,6	7,5	7,4	7,0
M2	85,6	7,9	7,2	6,0	5,8	6,4	6,5	6,9
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,4	5,8	2,4	2,0	4,0	3,8	5,8	4,8
M3	100,0	7,6	6,4	5,4	5,6	6,0	6,4	6,6
Credito a residenti nell'area dell'euro		5,8	5,8	6,0	6,2	6,0	6,0	6,5
Credito alle Amministrazioni pubbliche		6,5	6,0	6,4	6,4	3,7	2,3	3,7
Prestiti alle Amministrazioni pubbliche		1,5	1,2	2,3	2,4	0,7	-0,6	0,3
Credito al settore privato		5,6	5,7	5,9	6,2	6,6	7,0	7,3
Prestiti al settore privato		5,3	5,4	5,6	6,2	6,8	7,0	7,3
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		6,4	7,2	8,3	8,6	8,9	9,3	9,1

Fonte: BCE.

1) Alla fine dell'ultimo mese disponibile. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

Questo spostamento ha influito sulle dinamiche di M1, ma ha rappresentato una semplice ricomposizione all'interno di M3.

Dopo esser salito al 4,0 per cento nel terzo trimestre, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili è diminuito al 3,8 per cento nel quarto, di riflesso al protratto calo del tasso di crescita di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. Tale andamento suffraga la tesi secondo cui nell'ultimo trimestre del 2004 sarebbe proseguita, anche se solo gradualmente, la normalizzazione delle scelte di portafoglio delle famiglie e delle imprese dell'area dell'euro. Tra dicembre 2004 e gennaio 2005 le altre componenti degli strumenti negoziabili hanno mostrato una certa volatilità.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, in gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro si è nuovamente rafforzato, al 6,5 per cento, sostanzialmente confermando le dinamiche già osservate nel corso del 2004. L'andamento è ascrivibile alla protratta tendenza all'aumento della crescita del credito al settore privato, mentre si è avuta una generale moderazione delle dinamiche del credito alle Amministrazioni pubbliche.

Il basso livello dei tassi di interesse, unito al miglioramento delle condizioni di offerta del credito, ha concorso a un ulteriore rafforzamento della crescita del credito al settore privato nel quarto trimestre (6,6 per cento, contro il 6,2 del terzo trimestre). La tendenza al rialzo della crescita del credito e dei prestiti è poi continuata in gennaio, quando il tasso di crescita sui dodici mesi è salito al 7,3 per cento, dal 7,0 di dicembre. Questa tipologia di credito ha inoltre beneficiato di una diffusione più estesa all'interno dei settori non finanziari (cfr. sezioni 2.6 e 2.7 per un'analisi dell'evoluzione settoriale dei prestiti al settore privato).

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito alle Amministrazioni pubbliche è sceso dal 6,4 al 3,7 per cento tra il terzo e il quarto trimestre. La moderazione osservata nel 2004 potrebbe ricondursi

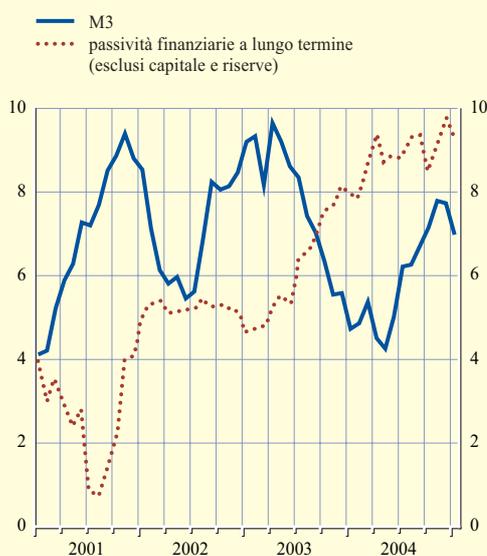
alla forte domanda di titoli pubblici dell'area dell'euro da parte di non residenti, indotta dall'evoluzione delle aspettative sul tasso di cambio verso la fine dell'anno. Grazie all'inversione del forte calo nelle consistenze di titoli pubblici detenuti dalle IFM nel mese precedente, nel gennaio di quest'anno il tasso di crescita del credito alle Amministrazioni pubbliche è salito al 3,7 per cento, dal 2,3 di dicembre.

Quanto alle altre contropartite di M3, da metà 2003 sono andate rafforzandosi le dinamiche delle passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve; cfr. figura 6), cresciute a un tasso del 9,1 per cento in gennaio, ancora in aumento dopo l'8,9 e l'8,6 per cento rispettivamente nel quarto e nel terzo trimestre. L'accresciuta domanda di questi strumenti da parte degli investitori dell'area dell'euro suffraga l'ipotesi che stia avendo luogo un graduale spostamento verso scelte di portafoglio più tipiche da parte di famiglie e imprese, e pertanto verso una maggiore domanda di attività a più lungo termine.

Nel contempo il flusso cumulato delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è cresciuto in gennaio di soli 112 miliardi di euro, contro i 160 miliardi di dicembre (cfr. figura 7). Ciò rispecchia un'inversione della tendenza osservata nella seconda metà del 2004, caratterizzata da afflussi mensili positivi alimentati dall'investimento relativamente sostenuto in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti. Il flusso mensile di gennaio è stato negativo, in linea con una riallocazione dei portafogli a favore di attività estere da parte del settore detentore di moneta dell'area dell'euro; l'andamento concorda quindi con l'ipotesi che i residenti dell'area nutrano un crescente interesse per attività più rischiose, stante la progressiva normalizzazione dell'eccezionale preferenza per la liquidità da loro precedentemente dimostrata. Le variazioni a breve termine di questo indicatore non dovrebbero tuttavia essere sopravvalutate, in particolare data la potenziale volatilità degli andamenti del tasso di cambio, che potrebbero determinare flussi di investimenti esteri in attività dell'area o viceversa.

Figura 6 M3 e passività finanziarie a lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve)

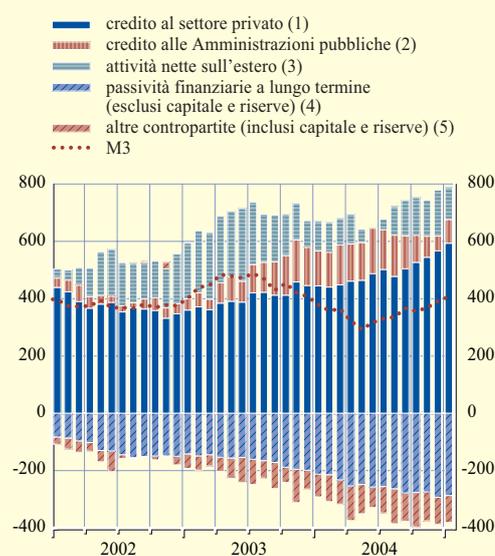
(variazioni percentuali sui sei mesi annualizzate; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 7 Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: M3 è riportata come riferimento ($M3 = 1+2+3+4+5$). Le passività finanziarie (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

Nel complesso, l'evoluzione delle contropartite di M3 conferma le tendenze recenti. Da una parte, la forte crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM concorda con la normalizzazione in atto delle scelte di portafoglio da parte dei residenti dell'area dell'euro. Dall'altra, il sostenuto ritmo di espansione del credito al settore privato, favorito soprattutto dal basso livello dei tassi di interesse, continua ad alimentare le attuali dinamiche monetarie.

VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

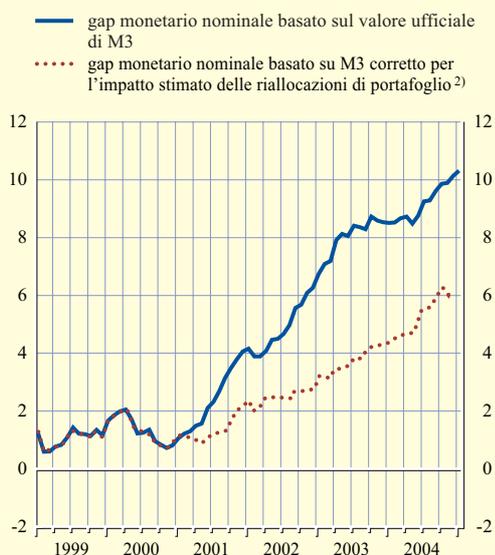
L'ulteriore rafforzamento della crescita di M3 nell'ultimo trimestre del 2004 è all'origine di un nuovo accumulo di liquidità in eccesso nell'area dell'euro, come indica l'andamento delle misure del *gap* monetario nominale e reale.

I *gap* monetari nominali costruiti sulla base della serie ufficiale di M3 e di quella corretta per le riallocazioni di portafoglio sono entrambi ancora aumentati nell'ultimo trimestre del 2004, raggiungendo nuovi massimi. Nondimeno, le due misure sono rimaste su livelli ben diversi: quella costruita utilizzando la serie corretta di M3 indicava un livello decisamente inferiore di liquidità in eccesso (cfr. figura 8).

I *gap* monetari reali tengono conto del fatto che parte dell'eccesso di liquidità accumulato è assorbito da un aumento dei prezzi, che riflette deviazioni al rialzo dei tassi di inflazione dall'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE. Dopo essere rimasto sostanzialmente stabile tra metà 2003 e metà 2004, il *gap* moneta-

Figura 8 Stime del gap monetario nominale ¹⁾

(in percentuale rispetto allo stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998=0)



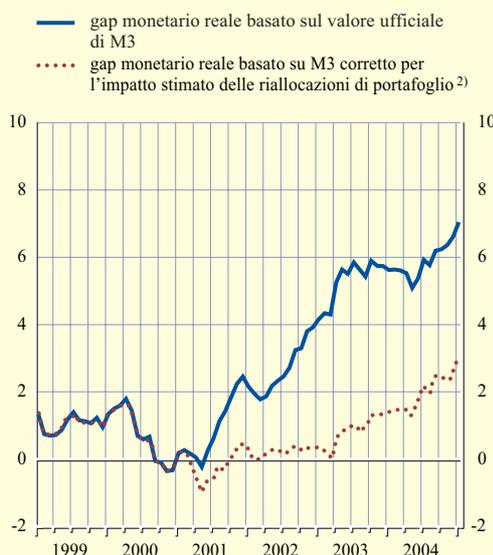
Fonte: BCE.

1) La misura del gap monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento scegliendo dicembre 1998 come periodo base.

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

Figura 9 Stime del gap monetario reale ¹⁾

(in percentuale rispetto allo stock di M3 in termini reali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998=0)



Fonte: BCE.

1) La misura del gap monetario reale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (utilizzando dicembre 1998 come periodo base).

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

rio reale costruito tramite la serie ufficiale di M3 ha ripreso la sua tendenza al rialzo, toccando anch'esso livelli senza precedenti. Il gap reale costruito con la misura di M3 corretta per l'impatto stimato delle passate riallocazioni di portafoglio risulta decisamente inferiore (cfr. figura 9), e le sue dinamiche recenti sono state alquanto diverse. In base alla misura corretta, gli indicatori della liquidità in eccesso sono notevolmente aumentati da metà 2003, una tendenza, questa, che si è protratta nel quarto trimestre del 2004.

Sebbene si tratti soltanto di stime, che vanno perciò interpretate con cautela, queste misure indicano nondimeno la presenza di un ampio e crescente eccesso di liquidità nell'area dell'euro. L'eventuale stabilizzazione o riduzione di tale eccesso dipenderà fondamentalmente dall'ulteriore normalizzazione delle scelte di portafoglio del settore detentore di moneta dell'area dell'euro. In una prospettiva di medio termine, la liquidità in eccesso comporta dei rischi per la stabilità dei prezzi, specie se le disponibilità liquide dovessero essere rivolte all'acquisto di beni e servizi in una fase di rafforzamento del clima di fiducia e dell'attività economica. Inoltre, l'effetto congiunto di un elevato eccesso di liquidità e di una forte espansione del credito potrebbe indurre ingenti rincari delle attività. Il riquadro 1 illustra i rischi per la stabilità dei prezzi derivanti dall'evoluzione degli indicatori monetari, sulla base di semplici modelli di indicatori anticipatori.

Riquadro 1

PREVISIONI DI INFLAZIONE DESUNTE DAGLI INDICATORI MONETARI

Dall'analisi dagli andamenti monetari nel corso del 2004 emerge la necessità di rimanere vigili circa i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine. A titolo di esempio:

- da metà 2004 la crescita di M3 si è rafforzata;
- le misure della liquidità in eccesso (corrette o meno per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio) sono ulteriormente aumentate negli ultimi trimestri;
- il cospicuo contributo di M1 all'elevata crescita di M3 e il maggiore comovimento tra questa e la crescita dei prestiti delle IFM al settore privato fanno ritenere che i bassi tassi di interesse abbiano un impatto potenzialmente ampio sugli andamenti monetari.

La valutazione qualitativa secondo cui questi andamenti monetari comporterebbero dei rischi per la stabilità dei prezzi può trovare conferma nei risultati quantitativi forniti da semplici modelli basati su indicatori anticipatori di inflazione che estraggono informazioni da vari indicatori monetari. Questi modelli permettono di formulare previsioni sull'inflazione media in un dato orizzonte temporale sulla base dei passati valori assunti dall'inflazione e da un indicatore monetario. Un esercizio di simulazione fuori dal campione¹⁾ ha mostrato che gli aggregati monetari e creditizi possono fornire informazioni utili sulle prospettive di inflazione a medio termine per l'area dell'euro. Inoltre, su orizzonti più lunghi gli indicatori monetari presentano un contenuto informativo superiore a quello di altri indicatori per quanto riguarda l'inflazione futura.

La figura A mostra le previsioni dell'inflazione annualizzata misurata sull'IAPC per i successivi sei trimestri formulate secondo la metodologia descritta qui sopra sulla base dei valori passati dell'inflazione e di sette indicatori monetari²⁾. Viene visualizzato l'intervallo delle rispettive

1) Cfr. S. Nicoletti-Altimari, *Does money lead inflation in the euro area?*, Working Paper della BCE n. 63, maggio 2001.

2) Gli indicatori monetari considerati sono: crescita di M1, crescita di M2, crescita di M3, crescita di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio, crescita dei prestiti delle IFM al settore privato, una misura P-star della liquidità in eccesso basata su M3 e una analoga basata su M3 corretta per l'impatto delle riallocazioni di portafoglio. Per maggiori dettagli sulle misure e sui modelli P-star, cfr. il riferimento bibliografico di cui alla nota 1 di questo riquadro.

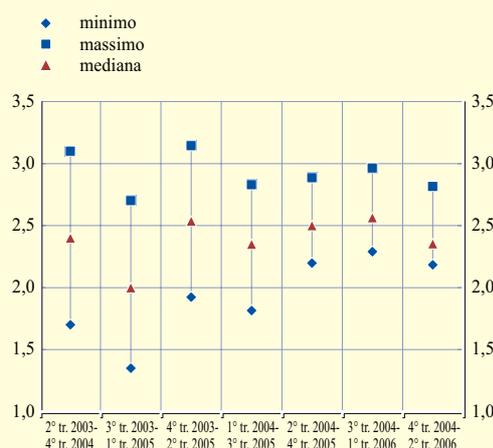
previsioni (delimitato dalle previsioni minima e massima ottenute grazie ai vari modelli basati su indicatori monetari), nonché la mediana delle previsioni per ciascuno degli ultimi sette trimestri. L'esercizio utilizza solo le informazioni disponibili all'epoca in cui è stata effettuata la previsione, per cui il raffronto tra le varie previsioni mostrate nella figura illustra in modo semplice come la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi fondata sugli andamenti monetari sia variata nel tempo.

Relativamente a questo esercizio illustrativo è possibile formulare due osservazioni. Primo, la mediana e l'estremo inferiore delle previsioni di inflazione si sono situate su valori superiori al 2 per cento per tutto il 2004. Secondo, l'intervallo delle previsioni è stato considerevolmente meno ampio nel 2004 che nel 2003. Tale restringimento rispecchia la convergenza degli andamenti della crescita della moneta e di quella dei prestiti, nonché il recente comovimento tra la crescita di M3 e quella di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio (cfr. figura 4 nel testo principale).

L'esercizio descritto indicherebbe che vi sono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi derivanti dagli andamenti monetari. È inoltre aumentato il grado di affidabilità associato a questa interpretazione, poiché si è ridotta la dispersione dei segnali provenienti dai vari indicatori monetari. Tuttavia, in sede di interpretazione dei risultati è opportuno tenere presente l'elevato grado di incertezza delle previsioni e la semplicità degli strumenti utilizzati per effettuarle.

Intervallo delle previsioni sull'inflazione annualizzata calcolata sullo IAPC per i successivi sei trimestri basate su modelli bivariati che includono indicatori anticipatori

(tassi percentuali di crescita annualizzati; previsioni in tempo reale degli ultimi sette trimestri)



Fonte: stime BCE.

Nota: la figura mostra l'intervallo osservato negli ultimi trimestri delle previsioni sull'inflazione annualizzata provenienti da sette modelli bivariati che includono indicatori anticipatori. Ciascuna previsione è formulata sulla base dell'informazione disponibile fino al momento in cui la previsione è stata formulata. Per esempio, la previsione sull'orizzonte 4° trimestre 2004 - 2° trimestre 2006 contiene informazioni sulla moneta e l'inflazione fino al 4° trimestre del 2004. Per una descrizione della metodologia di calcolo delle previsioni nei sette modelli cfr. il riferimento nella nota 1 di questo riquadro.

2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel terzo trimestre del 2004 (periodo per il quale sono disponibili i più recenti dati sugli investimenti finanziari), gli investitori dell'area dell'euro hanno ridotto gli acquisti di titoli, specie di azioni quotate, e accresciuto le proprie disponibilità monetarie. I prodotti assicurativi sono stati la tipologia di investimento preferita dal settore non finanziario nei primi tre trimestri del 2004.

INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO

I più recenti dati disponibili sugli investimenti finanziari del settore non finanziario si riferiscono al terzo trimestre del 2004. Essi segnalano che il tasso di crescita sul periodo corrispondente di questi investimenti è rimasto sostanzialmente stabile, al 4,5 per cento, dal 4,6 del trimestre precedente (cfr. tavola 2). Questa stabilità complessiva riflette uno spostamento degli investimenti finanziari dal lungo al breve termine (cfr. figura 10), che rappresenta un'interruzione della ten-

Tavola 2 Investimenti finanziari del settore non finanziario nell'area dell'euro

	Consistenze in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente											
		2002		2003		2003		2003		2004		2004	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.		
Totale	100	4,1	3,8	4,1	4,5	4,7	4,4	4,3	4,6	4,5	.	.	
Circolante e depositi	38	4,7	4,9	5,9	6,4	6,5	5,5	5,3	5,3	5,6	.	.	
Titoli non azionari	12	1,9	0,7	-0,9	-2,5	-3,5	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.	.	
di cui: a breve termine	1	-15,6	-13,8	-17,6	-15,7	-25,3	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.	.	
a lungo termine	11	4,6	2,7	1,1	-1,0	-0,9	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.	.	
Quote di fondi comuni	12	6,4	4,6	5,6	7,1	6,9	6,9	4,6	2,3	1,3	.	.	
di cui: quote di fondi comuni (esclusi quelli monetari)	9	4,6	3,4	4,4	5,7	6,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.	.	
quote di fondi comuni monetari	3	16,5	12,0	12,0	13,6	9,3	8,5	2,8	1,7	0,5	.	.	
Azioni quotate	13	-1,4	-0,1	0,2	0,5	2,0	1,1	1,3	3,3	2,6	.	.	
Riserve tecniche di assicurazione	25	7,0	6,2	6,2	6,3	6,4	6,6	6,3	5,9	5,8	.	.	
M3 ²⁾		7,2	6,9	8,2	8,5	7,6	7,1	5,3	5,3	6,0	6,4	.	
Guadagni e perdite su titoli detenuti dal settore non finanziario rispetto al periodo corrispondente (in percentuale del PIL)		-9,4	-14,1	-17,1	-6,5	1,7	4,1	7,9	3,8	3,6	.	.	

Fonte: BCE.

Nota: per dettagli, cfr. tavola 3.1 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo Bollettino.

1) Dati relativi alla fine del secondo trimestre 2004. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

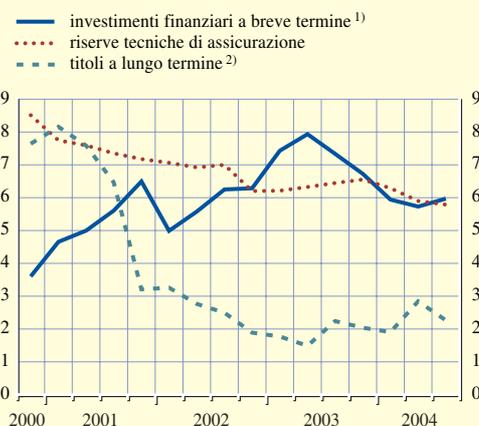
2) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dall'IFM (ossia il settore non finanziario tranne l'Amministrazione centrale e le istituzioni finanziarie non monetarie).

denza prevalente dall'estate del 2003, periodo dal quale gli investitori erano andati cautamente incrementando il ritmo degli acquisti di attività finanziarie a lungo termine. Lo spostamento è altresì coerente con il leggero rialzo nel terzo trimestre della crescita di M3. Se da un lato gli investimenti in titoli a lungo termine hanno segnato una decelerazione, dall'altro le famiglie hanno continuato a investire a ritmi sostenuti in prodotti assicurativi. Questi continuavano a essere la tipologia favorita di investimento finanziario a lungo termine nel 2004.

Più nel dettaglio, la lieve contrazione nel tasso di crescita dei titoli a lungo termine ha interessato tutte le categorie: azioni quotate, titoli di debito e quote di fondi comuni (esclusi i fondi comuni monetari). Ciò è forse in parte ascrivibile al leggero calo dei corsi azionari nel terzo trimestre, ma forse anche al relativo vigore dell'euro nel 2004, che ha indotto gli investitori dell'area a ridurre sempre più gli acquisti netti di titoli esteri.

Figura 10 Investimenti finanziari a breve e a lungo termine del settore non finanziario

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



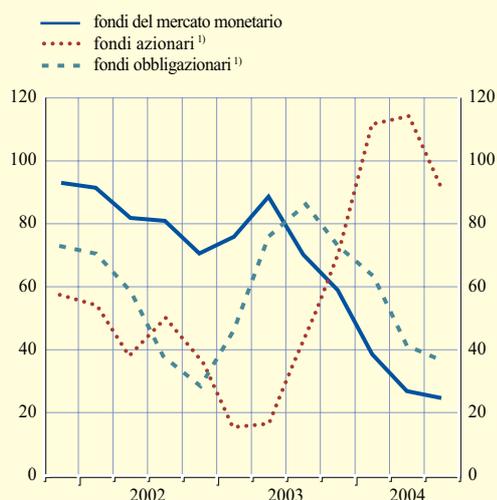
Fonte: BCE.

1) Depositi a breve termine e circolante, quote di fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza fino a un anno.

2) Somma degli acquisti netti di quote di fondi comuni (esclusi i fondi comuni monetari); titoli di debito con scadenza superiore a un anno e azioni quotate. Gli investimenti finanziari a lungo termine sono costituiti dai titoli a lungo termine e dalle riserve tecniche di assicurazione.

Figura 11 Flussi netti annuali verso i fondi d'investimento (per categoria)

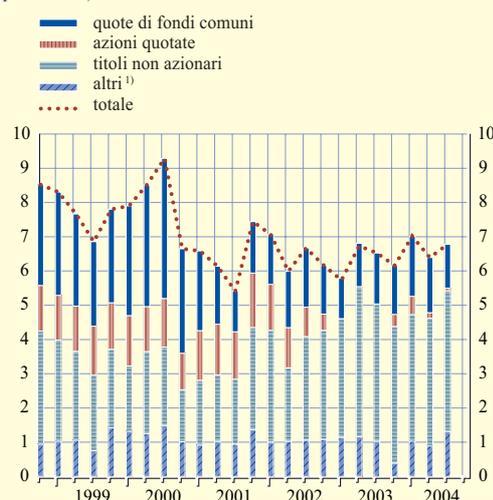
(in miliardi di euro)



Fonti: BCE e EFAMA.
1) Elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dalla FEFSI.

Figura 12 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione

(tassi di crescita sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.
1) Prestiti, depositi e riserve tecniche di assicurazione.

INVESTITORI ISTITUZIONALI

I dati forniti dalla EFAMA²⁾ indicano che il calo della crescita sul periodo corrispondente delle quote di fondi comuni nel terzo trimestre del 2004 è derivato principalmente da una minore domanda di fondi azionari, cui era ancora destinata la quota più elevata dei risparmi degli investitori (cfr. figura 11). Anche gli acquisti netti di fondi obbligazionari sono calati nel trimestre – proseguendo una tendenza al ribasso osservabile dall'ultimo trimestre del 2003 – e riflettendo il livello storicamente basso dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro. La crescita sul periodo corrispondente delle attività totali detenute dai fondi di investimento ha segnato una moderazione, riflettendo sia flussi netti in entrata, sia effetti di rivalutazione.

In linea con la tendenza generale del mercato, le imprese di assicurazione e i fondi pensione hanno ridotto gli acquisti di azioni quotate e quote di fondi comuni (cfr. figura 12). Per contro, hanno ulteriormente accresciuto le acquisizioni nette di titoli diversi da azioni. Dall'inizio del 2003 le obbligazioni concorrono al 60 per cento circa degli investimenti finanziari cumulati delle società di assicurazione, contro il 40 per cento del periodo dal 1998 al 2002. Dopo le perdite subite nel biennio 2001-2002, le imprese di assicurazione e i fondi comuni sembrano aver adottato un atteggiamento relativamente prudente nei confronti degli investimenti azionari.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

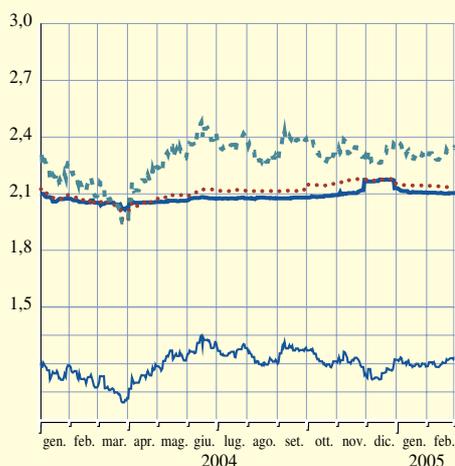
Dopo essere aumentati in dicembre, i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine sono rimasti sostanzialmente stabili negli ultimi due mesi. Poiché i tassi a breve termine sono saliti

2) La European Fund and Asset Management Association (EFAMA) fornisce informazioni sulle vendite nette (ovvero sugli afflussi netti) di fondi azionari e obbligazionari aperti sottoposti a offerta pubblica per Francia, Germania, Grecia, Spagna, Italia, Lussemburgo, Portogallo e Finlandia. Per ulteriori informazioni, cfr. l'edizione di giugno del 2004 di questo Bollettino.

Figura 13 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine

(valori percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)

- Euribor a 1 mese (scala di sinistra)
- Euribor a 3 mesi (scala di sinistra)
- - - Euribor a 12 mesi (scala di sinistra)
- differenziale tra Euribor a 12 mesi e a 1 mese (scala di destra)



Fonte: Reuters.

Figura 14 Tasso di interesse a tre mesi e tassi future nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)

- Euribor a 3 mesi
- tassi future al 2 marzo 2005
- - - tassi future al 30 novembre 2004



Fonte: Reuters.

Nota: quotazioni Liffe dei contratti future a tre mesi con consegna alla fine del trimestre corrente e dei successivi tre trimestri.

meno di quelli a più lungo termine in dicembre e sono lievemente diminuiti in gennaio e febbraio, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è aumentata leggermente al volgere dell'anno, rimanendo successivamente pressoché invariata.

Dopo un aumento in dicembre, riconducibile in ampia misura al consueto effetto di fine anno, i tassi di interesse del mercato monetario a breve termine sono diminuiti in misura contenuta dagli inizi di gennaio. I tassi del mercato monetario a più lungo termine sono aumentati leggermente di più di quelli a breve in dicembre e sono poi rimasti sostanzialmente stabili dopo il volgere dell'anno. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è aumentata gradualmente in dicembre per poi rimanere sostanzialmente invariata in gennaio e febbraio. Il 2 marzo il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era pari a 24 punti base, 13 punti base in più rispetto all'inizio di dicembre (cfr. figura 13).

Tra l'inizio di dicembre del 2004 e i primi giorni di marzo del 2005 gli operatori di mercato hanno rivisto leggermente al ribasso le aspettative sull'andamento dei tassi di interesse a breve termine per la gran parte del 2005 (cfr. figura 14). Tra la fine di dicembre e il 2 marzo i tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti con scadenza in giugno, settembre e dicembre sono diminuiti rispettivamente di 6, 5 e 5 punti base, collocandosi rispettivamente al 2,24, 2,38 e 2,56 per cento.

Negli ultimi tre mesi la volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi Euribor a tre mesi si è ridotta. All'inizio di marzo essa si collocava su livelli storicamente bassi (cfr. figura 15). Ciò suggerisce che l'incertezza degli operatori di mercato circa l'andamento dei tassi di interesse a breve termine nei prossimi mesi è al momento relativamente contenuta. Il riquadro 2 di questo numero del Bollettino presenta risultati analoghi basati su una misura alternativa della volatilità per il tasso overnight, ovvero la volatilità effettivamente osservata, e analizza la sua evoluzione in una prospettiva di medio termine.

Figura 15 Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a settembre 2005

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; dati giornalieri)

- valori percentuali (scala di sinistra)
- punti base (scala di destra)



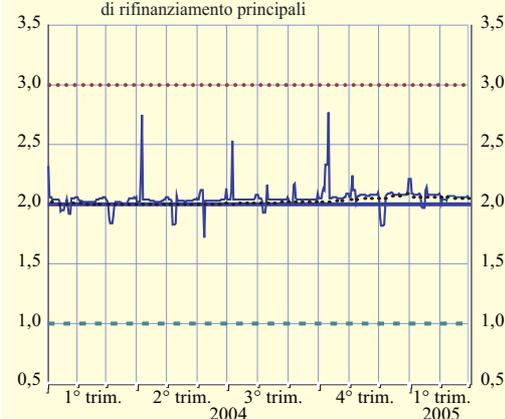
Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: la misura della volatilità espressa in termini di punti base è ottenuta come prodotto della volatilità implicita in valori percentuali e il corrispondente livello del tasso d'interesse (cfr. anche il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine* nel numero di maggio 2002 di questo Bollettino).

Figura 16 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)

- tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali
- tasso di rifinanziamento marginale
- tasso sui depositi *overnight* presso la banca centrale
- tasso *overnight* (Eonia)
- tasso marginale nelle operazioni di rifinanziamento principali



Fonti: BCE e Reuters.

Per la maggior parte del periodo compreso tra il 1° dicembre e il 2 marzo le condizioni dei tassi di interesse nel mercato monetario sono rimaste relativamente stabili. Un'eccezione è stata rappresentata dal consueto effetto di fine anno, benché la sua portata nel 2004 sia stata relativamente modesta rispetto agli anni precedenti. In dicembre il tasso marginale e quello medio ponderato delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono aumentati, toccando valori massimi rispettivamente del 2,09 e del 2,17 per cento nell'ultima operazione del 2004. In gennaio e febbraio i tassi sono progressivamente diminuiti raggiungendo livelli molto prossimi a quelli osservati a fine novembre. Con l'eccezione della fine dell'anno e degli ultimi giorni del periodo di mantenimento delle riserve terminato il 19 gennaio, l'Eonia è rimasto sostanzialmente stabile (cfr. riquadro 3). Nelle tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolate il 23 dicembre, 27 gennaio e 24 febbraio i tassi d'asta si sono collocati rispettivamente 5, 1 e 6 punti base al di sotto del tasso Euribor a tre mesi prevalente in tali date.

Riquadro 2

LA VOLATILITÀ DEL TASSO DI INTERESSE OVERNIGHT IN UN'OTTICA DI MEDIO TERMINE

Nel marzo 2004 sono entrate in vigore le modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria. Una delle principali motivazioni all'origine del cambiamento è stata l'eliminazione dei cosiddetti episodi di *underbidding* nelle operazioni di rifinanziamento principali settimanali, ossia delle situazioni in cui l'ammontare complessivo delle richieste presentate in asta era inferiore all'importo di riferimento stabilito dalla BCE. Questi

episodi creavano uno squilibrio delle condizioni di liquidità, determinando una maggiore volatilità del tasso di interesse overnight. Essi si verificavano nei periodi contraddistinti da aspettative di una riduzione dei tassi di riferimento della BCE, quando le istituzioni creditizie ritardavano la raccolta dei fondi necessari a ottemperare all'obbligo di riserva anticipando di poter accumulare consistenze a un tasso di interesse inferiore nel prosieguo del periodo di mantenimento.

Il 10 marzo 2004 sono state introdotte alcune modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema. In primo luogo, il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria è stato ridefinito, in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. In secondo luogo, l'eventuale modifica del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti prenderebbe effetto in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento. Infine, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali è stata ridotta da due a una settimana. Nel contesto così creato le aspettative sui tassi di riferimento della BCE restano stabili durante l'intero periodo di mantenimento, e non creano incentivi a comportamenti di *underbidding*. Il passaggio al nuovo assetto si è svolto senza difficoltà e, nel complesso, quest'ultimo ha operato in modo soddisfacente ¹⁾.

Il presente riquadro esamina, un anno dopo l'introduzione delle modifiche, l'evoluzione della volatilità del tasso di interesse *overnight* in un'ottica di medio periodo. Ai fini dell'analisi è stata utilizzata una misura specifica di volatilità del tasso, che viene descritta di seguito.

La volatilità effettiva

La volatilità è misurata sulla base della volatilità effettiva, costruita sommando i quadrati delle variazioni del tasso overnight rilevate a intervalli di cinque minuti fra le 9.00 e le 18.00. Per ragioni tecniche l'esercizio si incentra sul logaritmo della stessa. Diversamente dalle misure della volatilità implicita ricavate dai prezzi delle opzioni, la volatilità realizzata non impone assunzioni restrittive sulla distribuzione della volatilità, né dipende, come è il caso per altri possibili indicatori della volatilità, dal livello medio del tasso di interesse overnight ²⁾.

I risultati

L'evoluzione della volatilità del tasso di interesse overnight è illustrata dalla figura A. Quest'ultima riporta, oltre al logaritmo della volatilità effettiva del tasso overnight fra il 4 dicembre 2000 e il 7 febbraio 2005, anche la sua media mobile a 21 giorni lavorativi, nonché i livelli medi calcolati sia per il periodo precedente sia per quello successivo all'applicazione del nuovo assetto.

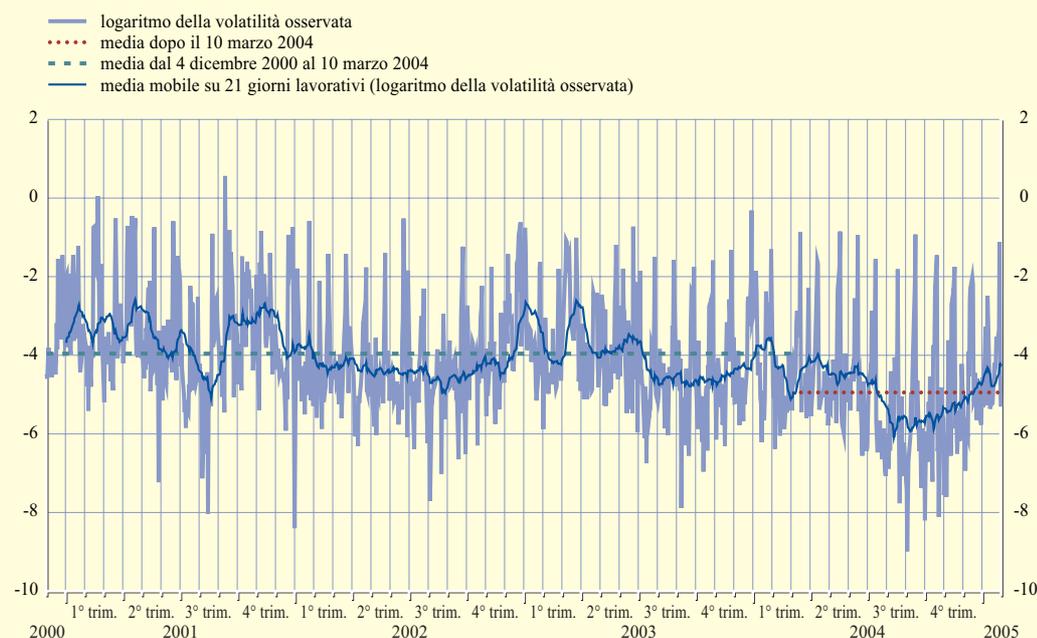
In generale, durante l'intero periodo considerato la volatilità effettiva del tasso overnight ha evidenziato una tendenza calante, che si è accentuata in seguito all'introduzione delle modifiche all'assetto operativo. Pur essendo risalita dopo agosto del 2004, la volatilità si è mantenuta relativamente modesta, e da marzo dello stesso anno è risultata permanentemente minore che nel precedente assetto.

1) Per un'analisi più dettagliata e una valutazione esaustiva dei cambiamenti introdotti all'assetto operativo dell'Eurosistema, si veda l'articolo *L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria*, nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

2) Per una descrizione approfondita della volatilità effettiva, cfr. Andersen, T.G., Bollerslev, T. (1997), "Intraday periodicity and volatility persistence in financial markets", *Journal of Empirical Finance*, 4, pp. 115-158, e Andersen, T.G., Bollerslev, T. (1998), "Answering the skeptics: yes, standard volatility models do provide accurate forecasts", *International Economic Review*, 39, pp. 885-905.

Logaritmo della volatilità osservata del tasso di interesse *overnight*

(dal 4 dicembre 2000 al 7 febbraio 2005)



Test statistici standard confermano che la volatilità effettiva del tasso *overnight* è stata in media significativamente inferiore dopo l'entrata in vigore delle modifiche (cfr. tavola A). L'evidenza statistica indica inoltre che tale risultato si estende anche agli ultimi giorni dei periodi di mantenimento, che sono compresi fra l'ultima operazione di rifinanziamento principale e la fine del periodo stesso.

Statistiche descrittive e test *t* per la differenza tra le medie del logaritmo della volatilità osservata prima e dopo i cambiamenti dell'assetto operativo

	Tutti i giorni		Giorni compresi tra l'ultima aggiudicazione e la fine del periodo di mantenimento	
	prima del 10 marzo 2004	dopo il 10 marzo 2004	prima del 10 marzo 2004	dopo il 10 marzo 2004
Media	-3,96	-4,94	-2,84	-3,46
Deviazione Standard	1,72	2,11	1,87	2,05
Numero di osservazioni	831	235	158	63
Test <i>t</i> (per la differenza delle medie)		9,41 (349 gradi di libertà)		2,97 (110 gradi di libertà)

Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nell'interpretare questi risultati, tuttavia, occorre tenere presente alcuni motivi di cautela. In primo luogo, l'evidenza disponibile da marzo 2004 è alquanto limitata, specie se raffrontata all'esperienza relativamente lunga maturata nel periodo precedente. In secondo luogo, dopo l'introduzione del nuovo assetto non si sono prodotte circostanze, quali una modifica dei tassi di riferimento della BCE, suscettibili di accrescere la volatilità del tasso di interesse *overnight*. Pertanto, le conclusioni tratte finora riguardo un possibile cambiamento del profilo di volatilità del tasso *overnight* hanno ancora carattere preliminare.

**CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA
DAL 9 NOVEMBRE 2004 AL 7 FEBBRAIO 2005**

Questo riquadro esamina la gestione della liquidità della BCE nel corso dei tre periodi di mantenimento delle riserve conclusi rispettivamente il 7 dicembre 2004, il 18 gennaio e il 7 febbraio 2005.

Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Il fabbisogno di liquidità delle banche è aumentato in misura sostanziale nel periodo in esame (cfr. figura A), per effetto dell'incremento stagionale delle banconote in circolazione. Le banconote, che costituiscono il più ampio dei fattori autonomi (vale a dire quei fattori di liquidità che generalmente non originano dall'utilizzo degli strumenti di politica monetaria), hanno toccato un massimo storico di 504,6 miliardi di euro il 24 dicembre 2004. In media, i fattori autonomi hanno assorbito 208,0 miliardi di euro nel periodo in esame, l'ammontare più elevato raggiunto in tutti i periodi di mantenimento dall'introduzione dell'euro. Gli obblighi di riserva (l'altra importante fonte di fabbisogno di liquidità delle banche) si sono invece mantenuti stabili, a circa 138,4 miliardi, a fronte di un livello superiore al normale per le riserve in eccesso (ossia i depositi di conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria), pari a 0,60 miliardi di euro nel primo periodo di mantenimento, a 0,74 e a 0,75 miliardi nel secondo e nel terzo periodo rispettivamente (cfr. figura B). Il valore elevato nel periodo concluso il 18 gennaio è probabilmente riconducibile alla maggior domanda di scorte di liquidità nel periodo delle festività natalizie, per far fronte a shock inattesi sul fronte dei pagamenti, mentre l'elevato valore medio nel periodo di mantenimento concluso il 7 febbraio potrebbe essere attribuibile alla sua breve durata (solo tre settimane).

Offerta di liquidità e tassi di interesse

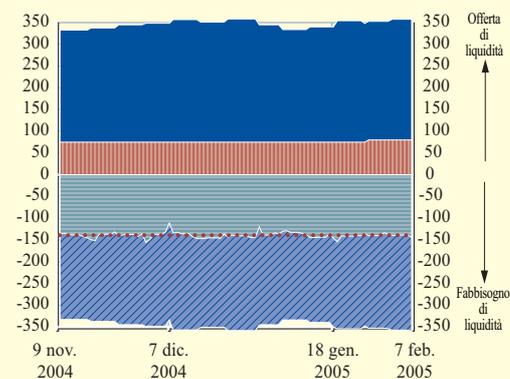
In linea con la crescente domanda di liquidità, si è accresciuto il volume delle operazioni di mercato aperto (cfr. figura A). L'importo di aggiudicazione nell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) regolata il 22 dicembre 2004, pari a 283,5 miliardi di euro, è risultato il più elevato dall'introduzione dell'euro. Nondimeno, il rapporto fra gli importi richiesti dalle controparti e quelli aggiudicati (il *bid-cover ratio*) è rimasto stabile su un livello adeguato nel periodo in esame, collocandosi in media all'1,29.

In generale la BCE ha adottato la politica di garantire ampi volumi di aggiudicazione, nel

Figura A Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità

(miliardi di euro; in corrispondenza di ciascuna voce sono riportate le medie giornaliere per l'intero periodo)

- operazioni di rifinanziamento principali: 271,43 miliardi di euro
- operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: 75,66 miliardi di euro
- riserve detenute in conto corrente: 139,14 miliardi di euro
- livello della riserva obbligatoria (riserva obbligatoria: 138,44 miliardi di euro; riserve in eccesso: 0,70 miliardi di euro)
- fattori autonomi: 207,96 miliardi di euro



Fonte: BCE.

Figura B Riserve in eccesso ¹⁾

(miliardi di euro; livelli medi in ciascun periodo di mantenimento)



Fonte: BCE.

1) Depositi di conto corrente delle banche presso l'Eurosistema che eccedono la riserva obbligatoria.

tentativo di allentare le tensioni sul mercato monetario. Gli importi aggiudicati nella maggior parte delle operazioni di rifinanziamento principale del periodo sono stati di 0,5 o 1 miliardo superiori ai rispettivi importi di riferimento. Nelle operazioni condotte in prossimità delle festività natalizie e della fine dell'anno, la BCE ha deciso di aggiudicare un volume che superava di 4,5 miliardi quello di riferimento, ma ha successivamente ridotto in modo graduale gli scostamenti dal volume di riferimento, riportandoli su livelli modesti.

Al fine di ripristinare condizioni di liquidità equilibrate, la BCE ha condotto un'operazione di *fine-tuning* nell'ultimo giorno di ciascuno dei tre periodi di mantenimento in esame.

Il differenziale fra il tasso marginale e quello medio ponderato in tutte le aste settimanali è risultato pari a zero oppure a un punto base, tranne che per l'ORP regolata il 30 dicembre, in cui è salito a 8 punti base.

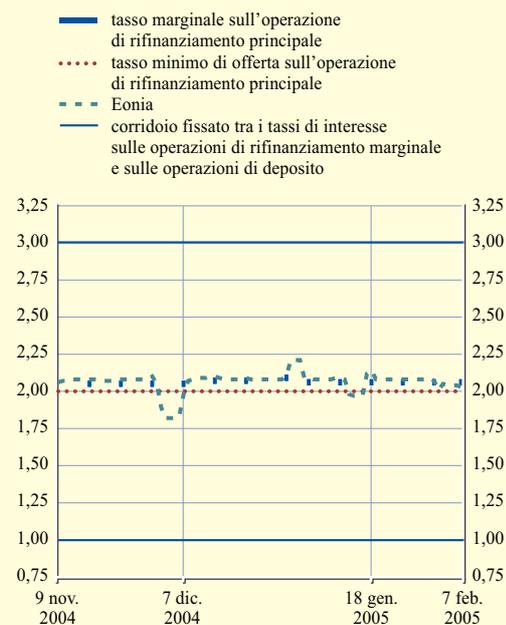
Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 27 gennaio, il volume di aggiudicazione è stato portato a 30 miliardi di euro, in linea con la decisione del Consiglio direttivo annunciata il 14 gennaio 2005.

Nel complesso, l'Eonia è stato relativamente stabile nella maggior parte del periodo in esame, sia pure mantenendo un differenziale rispetto al tasso minimo di offerta lievemente superiore al livello storico (cfr. figura C). Come di consueto, l'Eonia è aumentato a fine mese e ha mostrato una maggiore volatilità nel periodo tra l'aggiudicazione dell'ultima ORP e la fine del rispettivo periodo di mantenimento.

Dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo di mantenimento terminato il 7 dicembre, l'Eonia è inizialmente sceso su livelli ben inferiori al tasso minimo di offerta, pari a 2

Figura C L'Eonia e i tassi d'interesse della BCE

(tassi d'interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

per cento, poiché gli operatori di mercato sembravano percepire condizioni di liquidità abbondanti. Tuttavia, il 6 dicembre la BCE ha annunciato l'intenzione di condurre un'operazione di *fine-tuning*, riportando l'Eonia all'1,83 per cento, e ha poi effettivamente assorbito 15 miliardi di euro il 7 dicembre. Il periodo di mantenimento si è concluso con un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale di 0,5 miliardi e l'Eonia all'1,98 per cento.

Alla fine del periodo di mantenimento successivo, il volume di aggiudicazione relativamente elevato dell'ultima operazione di rifinanziamento principale, regolata il 12 gennaio, ha fatto emergere attese di liquidità abbondanti. L'Eonia è quindi sceso lievemente al di sotto del tasso minimo di offerta, ma è poi balzato al 2,12 per cento il 17 gennaio, per effetto di deviazioni dai valori effettivi delle stime relative all'assorbimento di liquidità dei fattori autonomi. Con un'operazione di *fine-tuning* condotta il 18 gennaio (l'ultimo giorno del periodo), la BCE ha immesso sul mercato 8 miliardi di euro, ma un errore insolitamente elevato nella previsione dei fattori di liquidità autonomi, collegato a un malfunzionamento per ragioni tecniche del sistema di pagamento RTGS tedesco, ha prodotto un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale di 2,5 miliardi di euro, lasciando l'Eonia al 2,14 per cento in quel giorno.

L'Eonia si è mantenuto molto stabile dopo l'ultima aggiudicazione del periodo di mantenimento terminato il 7 febbraio, anche se su un livello lievemente inferiore a quello osservato in precedenza nel periodo. In tale data, la BCE ha immesso 2,5 miliardi di euro attraverso un'operazione di *fine-tuning*, il ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale è stato di 0,2 miliardi di euro e l'Eonia si è collocato al 2,03 per cento.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Negli ultimi tre mesi i tassi di interesse a lungo termine nei principali mercati sono dapprima gradualmente diminuiti per poi risalire bruscamente nella seconda metà di febbraio, collocandosi su un livello sostanzialmente invariato. Nell'area dell'euro la tendenza discendente dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, in atto da metà 2004, è inizialmente proseguita. Di conseguenza, i rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area si sono collocati a metà febbraio sui livelli più bassi registrati dall'introduzione dell'euro. La successiva netta ripresa li ha riportati sui livelli osservati alla fine dello scorso novembre, indicando che le aspettative degli operatori di mercato circa la crescita economica e l'inflazione a lungo termine sono in generale rimaste anch'esse complessivamente stabili nel periodo.

Negli ultimi tre mesi le condizioni dei mercati obbligazionari mondiali sono state caratterizzate da ulteriori cali dei tassi di interesse a lungo termine per la maggior parte del periodo fino al raggiungimento di livelli storicamente molto bassi (cfr. figura 17). Nel complesso, tuttavia, i tassi a lungo termine sono risultati sostanzialmente invariati grazie a un netto recupero dei rendimenti obbligazionari mondiali dopo metà febbraio. Il mercato dei titoli del Tesoro statunitensi sembra essere stato il principale fattore all'origine dei movimenti sui mercati obbligazionari mondiali negli ultimi tre mesi, dopo l'andamento divergente dei tassi di interesse a lungo termine degli Stati Uniti rispetto a quello delle altre principali economie osservato tra metà ottobre e gli inizi di dicembre.

Negli Stati Uniti la flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nei primi due mesi e mezzo del periodo in esame è presumibilmente riconducibile a diversi fattori. Da un lato, vi

sono indicazioni che in tale periodo gli operatori di mercato abbiano rivisto al ribasso le aspettative circa la crescita e l'inflazione future dell'economia statunitense. Ad esempio, i rendimenti obbligazionari sono diminuiti in seguito alla pubblicazione di dati sull'occupazione negli Stati Uniti che indicavano in genere una crescita inferiore alle attese. Sembra che anche i timori inflazionistici degli operatori di mercato si siano ridotti tra la fine di novembre e metà febbraio, molto probabilmente grazie a pubblicazioni di dati sui prezzi al consumo e alla produzione statunitensi inferiori alle attese. Dall'altro lato, i cali dei rendimenti possono essere stati amplificati da fattori di mercato non fondamentali, quali un'accresciuta domanda di titoli di stato statunitensi a lungo termine da parte di investitori istituzionali. Nel contempo, il Federal Reserve System ha innalzato i tassi di riferimento sia in dicembre che agli inizi di febbraio. Tali misure, tuttavia, erano state ampiamente anticipate e non hanno pertanto avuto un impatto rilevante sui tassi di interesse a lungo termine.

Nella seconda metà di febbraio i rendimenti obbligazionari a lungo termine negli Stati Uniti sono aumentati piuttosto bruscamente dopo le dichiarazioni del presidente del Federal Open Market Committee (FOMC) Alan Greenspan dinanzi alle commissioni del Congresso. Le dichiarazioni hanno presumibilmente indotto gli operatori di mercato ad aspettarsi un lieve accentuarsi dell'orientamento restrittivo della politica monetaria nei trimestri a venire. In aggiunta, sugli incrementi dei tassi di interesse a lungo termine ha probabilmente influito anche la menzione da parte del presidente della Federal Reserve di una probabile anomalia di breve periodo ("*short-term aberration*") alla base del precedente forte calo dei rendimenti obbligazionari mondiali. Inoltre, sono riapparsi timori inflazionistici tra gli operatori di mercato, soprattutto perché i dati sull'IPP pubblicati nell'ultima parte di febbraio sono risultati superiori alle attese di mercato. Ciò ha determinato un significativo incremento del tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni, che il 2 marzo si è collocato sul livello relativamente elevato del 2,8 per cento circa.

Tra la fine di gennaio e il 2 marzo i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono cresciuti negli Stati Uniti di circa 25 punti base, in Giappone di circa 20. Malgrado le recenti oscillazioni dei tassi di interesse a lungo termine, l'incertezza degli operatori di mercato circa l'evoluzione di breve periodo del mercato obbligazionario, indicata dalla volatilità implicita dei mercati obbligazionari nelle principali economie (cfr. figura 18), è rimasta relativamente contenuta.

Negli ultimi tre mesi gli andamenti dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono risultati ancora fortemente correlati. Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato decennali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato, collocandosi il 2 marzo attorno a 60 punti base.

Figura 17 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)

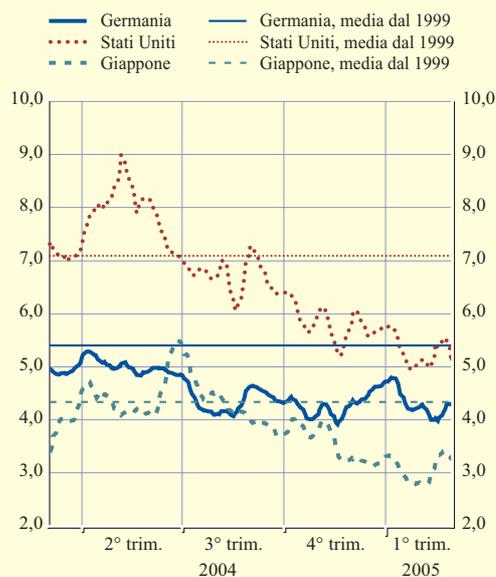


Fonti: Bloomberg e Reuters.

Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza più vicina disponibile.

Figura 18 Volatilità implicita dei mercati obbligazionari

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili su dieci giorni, calcolate su dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

Nota: la serie della volatilità implicita riportata nella figura è ottenuta considerando, per ogni data, la volatilità implicita derivata dalle opzioni sul generico contratto *future* più prossimo a scadenza, purché con vita residua superiore a 20 giorni, così come definito da Bloomberg. Questo significa che 20 giorni prima della scadenza di ogni contratto vengono effettuati avvicendamenti nel gruppo di contratti utilizzato come riferimento per il calcolo della volatilità implicita, dal contratto più prossimo a scadenza a quello successivo.

Figura 19 Rendimento reale delle obbligazioni e tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: i rendimenti reali dei titoli sono ricavati dai prezzi di mercato dei titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (esclusi i prezzi del tabacco) con scadenza nel 2012. Il metodo utilizzato per calcolare il tasso di inflazione di pareggio è stato descritto nel riquadro 2 del Bollettino mensile di febbraio 2002.

L'iniziale brusca flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro protrattasi fino a metà febbraio, fino al raggiungimento dei livelli minimi dall'introduzione dell'euro, può essere in certa misura riconducibile ad aspettative leggermente meno ottimistiche da parte degli operatori di mercato circa le prospettive di crescita a lungo termine dell'economia dell'area. Ciò è indicato dal forte calo del rendimento dei titoli di Stato francesi a dieci anni indicizzati allo IAPC dell'area (al netto dei prezzi del tabacco) in tale periodo (cfr. figura 19). Tuttavia, la netta e rapida ripresa dei rendimenti obbligazionari reali a lungo termine dopo la metà di febbraio, in un periodo caratterizzato dalla mancanza di pubblicazioni di rilievo di dati economici positivi relativi all'area dell'euro, suggerisce che le forti oscillazioni dei rendimenti obbligazionari degli ultimi mesi possono essere state determinate principalmente da aggiustamenti tecnici e mutamenti del clima di mercato piuttosto che da variazioni dei fondamentali. In particolare, i dati disponibili indicano che gli investitori istituzionali hanno aumentato la loro domanda per le obbligazioni a lungo termine, spingendo al ribasso principalmente il segmento a lunga scadenza della curva dei tassi (cfr. figura 20). Il 2 di marzo i rendimenti nominali e reali dei titoli di stato a dieci anni si situavano rispettivamente al 3,8 e all'1,4 per cento.

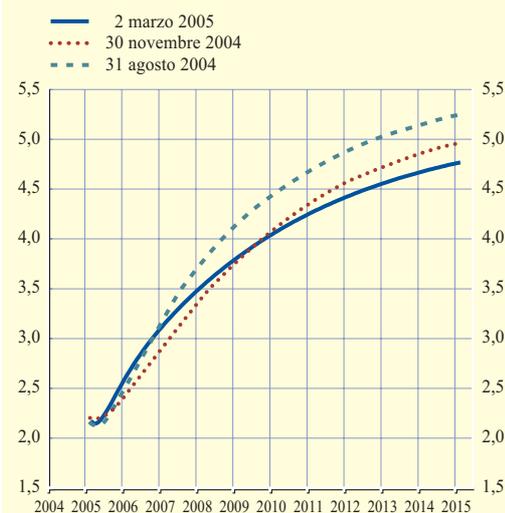
A differenza dei rendimenti obbligazionari reali, il tasso di inflazione "di pareggio" a lungo termine (misurato dal differenziale fra i rendimenti nominali di titoli di Stato francesi e quelli di titoli dello stesso tipo indicizzati, con scadenza nel 2012) è oscillato di meno negli ultimi tre mesi ed è calato

nel complesso di circa 10 punti base tra la fine di novembre e il 2 marzo, al 2,1 per cento (cfr. figura 19). Ciò, a sua volta, può indicare che i timori degli operatori di mercato sui rischi a lungo termine per la stabilità dei prezzi si siano leggermente attenuati in tale periodo.

Nel complesso, i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro si sono ridotti negli ultimi tre mesi, restando pertanto su livelli piuttosto bassi (cfr. figura 25 nella sezione 2.6). Il differenziale fra i rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine emesse da società con rating BBB e quelli su titoli di Stato comparabili dell'area dell'euro è calato di circa 5 punti base tra la fine di novembre e il 2 marzo, collocandosi in tale data intorno a 65 punti base. Quest'ulteriore flessione riflette in certa misura il lieve calo della volatilità sui mercati finanziari, ma è probabilmente anche indicativo del fatto che gli operatori di mercato hanno percepito una leggera diminuzione del rischio relativo al credito societario nell'area dell'euro.

Figura 20 Tassi di interesse overnight a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi swap

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: stima della BCE.

Nota: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è stato descritto nel numero di gennaio 1999 di questo Bollettino (pag. 27). I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti *swap*.

2.5 MERCATI AZIONARI

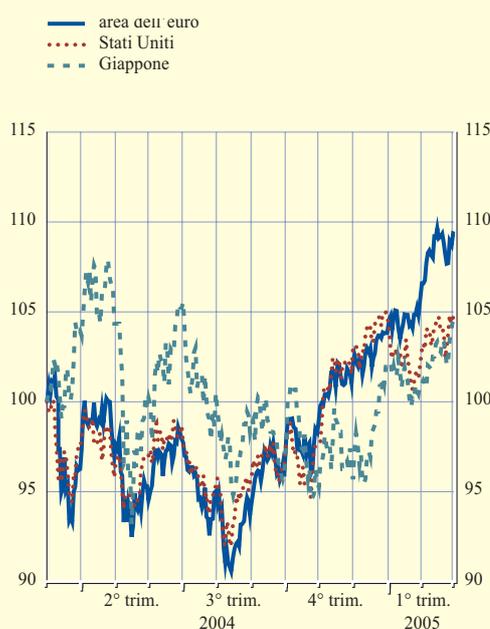
I corsi azionari sono aumentati ulteriormente sui principali mercati dalla fine di novembre dello scorso anno, proseguendo così la tendenza al rialzo osservata dalla metà di agosto 2004. I recenti incrementi delle quotazioni azionarie hanno probabilmente riflesso ulteriori miglioramenti della redditività delle imprese. I mercati azionari dell'area dell'euro e del Giappone hanno registrato una crescita lievemente superiore rispetto a quelli degli Stati Uniti.

Nei tre mesi scorsi i corsi azionari sui principali mercati sono aumentati (cfr. figura 21). Negli Stati Uniti i forti incrementi degli utili effettivi delle società quotate sembrano essere stati il principale fattore sottostante l'aumento dei corsi (cfr. figura 23). Gli incrementi hanno interessato tutti i settori in maniera generalizzata ma in particolare quelli più marcati si sono registrati nei settori dell'energia e dei materiali di base. Più recentemente, le quotazioni azionarie misurate dall'indice Standard and Poor's 500 sono salite del 2 per cento tra la fine di gennaio e il 2 marzo. Nello stesso periodo in Giappone l'indice Nikkei 225 è cresciuto del 4 per cento.

Il grado di incertezza nei mercati mondiali, misurato dalla volatilità implicita derivata dal prezzo delle opzioni sugli indici Standard & Poor's 500 negli Stati Uniti e Nikkei 225 in Giappone, è diminuito leggermente tra la fine di novembre 2004 e il 2 marzo 2005, rimanendo pertanto ben inferiore, nei mercati in questione, alla rispettiva media storica dal 1999 (cfr. figura 22).

Figura 21 Indici dei corsi azionari

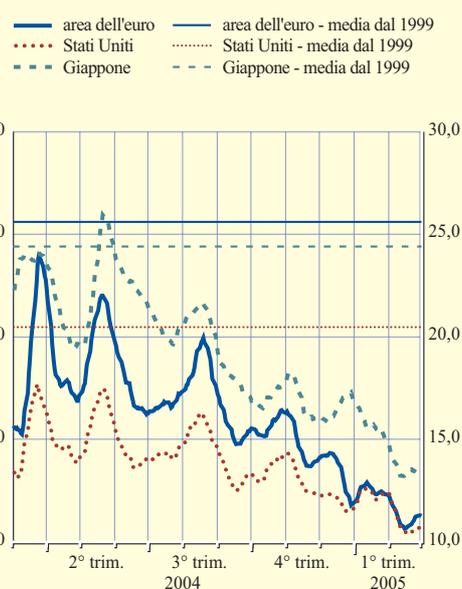
(indice: 1° dicembre 2003 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.
 Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard and Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

Figura 22 Volatilità implicita dei mercati azionari

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili su dieci giorni, calcolate su dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

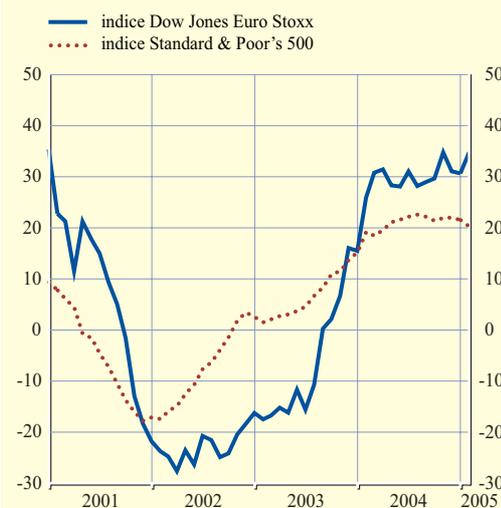
Nota: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa delle variazioni percentuali dei prezzi dei titoli azionari su un periodo fino a tre mesi, derivata dai prezzi delle opzioni sugli indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

Nell'area dell'euro i corsi azionari hanno seguito la tendenza globale al rialzo degli ultimi tre mesi. Inoltre, in tale periodo le imprese dell'area hanno segnato un miglioramento piuttosto marcato degli utili effettivi. I dati sugli utili di Thomson Financial Datastream indicano che, come nei mesi precedenti, gli utili aggregati delle società dell'indice Dow Jones Euro Stoxx hanno continuato a crescere vigorosamente in febbraio, a un tasso sui dodici mesi pari a circa il 35 per cento (cfr. figura 23). Più recentemente, tra la fine di gennaio e il 2 marzo, l'indice Dow Jones Euro Stoxx è salito del 3 per cento circa.

L'incertezza degli operatori di mercato riguardo alle prospettive di breve termine per i corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita del mercato azionario estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, è altresì diminuita ulteriormente nell'area dell'euro negli ultimi tre mesi (cfr. figura 22). La

Figura 23 Crescita degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonti: Thomson Financial Datastream I/B/E/S ed elaborazioni BCE.

Tavola 3 Variazioni dei prezzi e volatilità storica degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx

(variazioni dei prezzi in percentuale; volatilità storica: valori percentuali in ragione d'anno)

	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi pubblici	Euro Stoxx
Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)	5,0	7,1	10,9	11,6	30,6	3,8	9,4	5,4	9,0	7,1	100,0
Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)											
2003 4° trimestre	15,5	7,8	9,8	12,0	16,8	13,2	13,6	12,6	13,1	15,1	13,5
2004 1° trimestre	-4,7	2,0	1,0	0,4	-0,9	11,6	1,3	10,1	4,0	7,2	1,9
2° trimestre	6,7	2,4	5,1	5,2	1,5	4,2	2,5	-13,6	-0,6	5,1	1,7
3° trimestre	1,5	-6,4	-9,0	3,3	-0,8	6,0	0,1	-13,0	-1,4	0,8	-2,1
4° trimestre	9,9	6,3	5,0	1,6	11,2	1,8	6,6	6,6	17,0	11,1	8,3
gennaio	0,1	5,3	2,0	3,0	1,6	-2,0	5,4	-2,6	0,4	3,2	1,9
febbraio	7,1	2,2	2,6	7,2	3,4	-0,3	1,1	3,9	-2,2	0,2	2,7
fine dicembre 2004-2 marzo 2005	8,0	8,2	5,3	11,3	5,7	-0,1	7,2	1,6	-1,6	2,5	5,3
Volatilità (medie del periodo)											
2003 4° trimestre	17,5	14,6	15,1	13,9	14,5	17,2	12,8	23,9	13,2	11,2	14,0
2004 1° trimestre	15,2	17,2	15,0	16,6	15,6	16,4	15,3	26,9	18,3	14,3	14,3
2° trimestre	16,1	14,7	14,4	14,5	15,6	15,8	15,8	30,3	15,0	13,4	14,1
3° trimestre	13,1	13,6	12,7	12,8	11,6	12,4	11,7	25,3	11,7	8,6	11,2
4° trimestre	12,8	10,4	11,5	10,9	10,1	15,5	9,8	19,2	12,9	9,8	10,1
gennaio	8,9	8,7	8,6	8,9	8,4	9,7	9,8	17,8	9,2	6,7	7,5
febbraio	10,5	8,7	9,8	12,6	8,0	14,1	10,8	16,2	11,1	18,1	8,6
fine dicembre 2004-2 marzo 2005	10,1	8,4	9,0	10,5	8,1	16,8	9,9	16,8	10,0	13,0	7,9

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

Nota: la volatilità storica è calcolata come deviazione standard annualizzata delle variazioni percentuali giornaliere del livello dell'indice nel corso del periodo. Gli indici settoriali sono riportati nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino.

volatilità implicita del mercato azionario nell'area si è mantenuta pertanto ben al di sotto della propria media storica dal 1999.

Tra la fine di novembre 2004 e il 2 marzo 2005 l'andamento dei dieci principali settori economici dell'indice Dow Jones Euro Stoxx è stato caratterizzato da un generale aumento delle quotazioni con l'eccezione del settore tecnologico (cfr. tavola 3). Ciò suggerirebbe che i miglioramenti della redditività delle imprese in questo periodo siano stati generalizzati. Più recentemente, tuttavia, in un contesto caratterizzato dagli elevati prezzi delle materie prime, i settori petrolifero, del gas naturale e dei materiali di base hanno evidenziato, come negli Stati Uniti e in Giappone, gli aumenti più consistenti.

2.6 FINANZIAMENTO E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

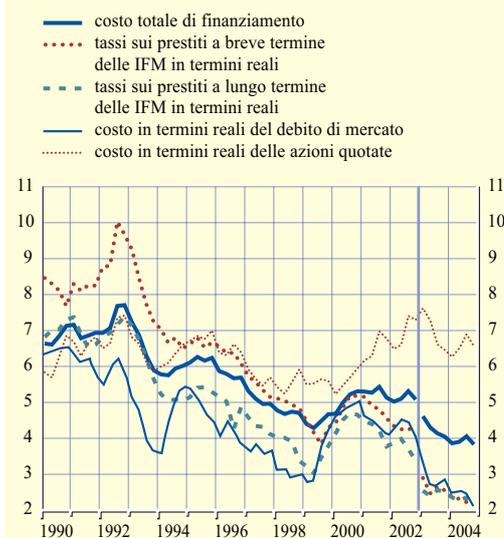
Nel quarto trimestre del 2004 le società non finanziarie hanno tratto vantaggio dai bassi costi dei debiti finanziari e da un accesso in generale privo di vincoli alle fonti di finanziamento. Nello stesso periodo i flussi di capitali diretti verso tali società sono lievemente aumentati, specie in termini reali, ma rimangono tuttavia relativamente moderati a causa del miglioramento degli utili societari. Gli indici di indebitamento delle società non finanziarie hanno teso a diminuire in certa misura negli ultimi trimestri, rimanendo peraltro su un livello piuttosto elevato. Dato il costo molto contenuto dei debiti finanziari, gli alti indici di indebitamento attuali non comportano costi di servizio del debito notevolmente più elevati.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo marginale in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo di diverse fonti di finanziamento sulla base delle consistenze in essere, è lievemente calato nel quarto trimestre del 2004 (cfr. figura 24 e riquadro 4). Pur tenendo conto della discontinuità delle serie nel 2003, si può affermare che l'attuale livello del costo di finanziamento è molto contenuto in termini storici, riflettendo la diminuzione del costo in termini reali di tutte le componenti, ossia i prestiti delle IFM, i titoli di debito e le azioni quotate. Vale inoltre la pena menzionare che la ponderazione basata sulle consistenze in essere (che rappresenta in certa misura la struttura del finanziamento a lungo termine delle società non finanziarie) attualmente attribuisce un peso molto elevato al costo del finanziamento azionario, più elevato del costo dei debiti finanziari nel quarto trimestre del 2004. Per contro, i flussi relativi alle nuove emissioni di azioni quotate sono stati relativamente contenuti negli ultimi trimestri, poiché le imprese potrebbero aver preferito avvantaggiarsi di fonti di finanziamento meno onerose.

Figura 24 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, Thomson Financial datastream, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecast.

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi ammontari in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 in questa edizione del Bollettino). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IFM armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie.

Per quanto riguarda le componenti, la fonte di debiti finanziari più importante per le società non finanziarie è costituita dai prestiti delle IFM. Il costo in termini reali del finanziamento bancario è sceso ulteriormente, a livelli molto bassi, nell'ultimo trimestre del 2004 (cfr. figura 24). Infatti, i tassi di interesse a breve e lungo termine applicati dalle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie hanno per lo più continuato a diminuire dai livelli già bassi del terzo trimestre (cfr. tavola 4). Nei tre mesi fino a dicembre 2004, il differenziale tra i tassi di interesse delle IFM a breve termine e i tassi di interesse di mercato per scadenze analoghe è rimasto sostanzialmente stazionario. Per contro, nel medesimo periodo, le IFM hanno aumentato in certa misura il differenziale tra i loro tassi di interesse a lungo termine e i tassi di mercato per scadenze analoghe. Ad esempio, i tassi su prestiti a società non finanziarie (sia prestiti fino a 1 milione di euro sia prestiti superiori a tale importo) con un periodo di determinazione iniziale del tasso oltre i cinque anni si sono ridotti di circa 25 punti base, a fronte di una diminuzione di circa 40 punti base del rendimento dei titoli di Stato a cinque anni, riflettendo il consueto ritardo osservato nell'adeguamento dei tassi sui prestiti a lungo termine delle IFM ai corrispondenti tassi di mercato (cfr. riquadro 5).

In un'ottica di più lungo periodo, negli ultimi anni le IFM hanno teso a ridurre i tassi sui prestiti, ma la misura in cui ciò ha ristretto il differenziale rispetto ai tassi di interesse di mercato per scadenze analoghe è stata più contenuta in confronto al calo significativo dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse dalle imprese.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie

 (valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati¹⁾)

							Variazione in punti base fino a dicembre 2004			
	2004 lug.	2004 ago.	2004 set.	2004 ott.	2004 nov.	2004 dic.	2003 gen.	2003 dic.	2004 set.	2004 nov.
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti										
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,37	5,40	5,38	5,40	5,37	5,27	-93	-31	-11	-10
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,02	4,02	3,99	4,01	4,01	3,98	-89	-4	-1	-3
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,68	4,71	4,70	4,65	4,55	4,44	-71	-37	-26	-11
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,03	2,98	3,00	2,98	2,95	3,05	-68	-6	5	10
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,31	4,18	4,31	4,19	4,15	4,06	-48	-28	-25	-9
Per memoria										
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,12	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17	-66	2	5	0
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,70	2,53	2,60	2,47	2,41	2,36	-28	-22	-24	-5
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,49	3,33	3,35	3,18	3,08	2,93	-47	-66	-42	-15

Fonte: BCE.

1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati sono ottenuti usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

MISURAZIONE DEL COSTO REALE DI FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro presenta una misurazione del costo reale marginale del finanziamento esterno di società non finanziarie dell'area dell'euro. Essa fornisce un indicatore sintetico del costo di finanziamento sostenuto da prenditori di fondi rappresentati da società non finanziarie, che costituisce una determinante fondamentale nelle decisioni di investimento delle imprese.

Il costo reale marginale di finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro è calcolato come media ponderata del costo reale dei prestiti bancari per nuove operazioni, del costo reale del debito basato sul mercato (scambiato sul mercato secondario) e del costo reale del capitale di rischio (cfr. figura 24 del testo principale). A questo riguardo, è importante osservare che, secondo le ipotesi piuttosto rigide del teorema di Modigliani e Miller¹⁾ (1958), il valore effettivo dell'impresa sarebbe indipendente, in equilibrio, dalla sua struttura patrimoniale. In tale contesto, l'analisi dell'andamento delle diverse fonti di finanziamento, compresi i relativi costi, non fornirebbe valore informativo aggiuntivo per accertare le condizioni finanziarie delle società. Nel mondo reale, tuttavia, sussistono una serie di fattori, come le imposte, l'esistenza di diversi livelli di informazione fra prenditori di fondi e prestatori o la liquidità dei mercati, che rendono il valore effettivo della impresa dipendente dalla sua struttura patrimoniale. Pertanto, potrebbe rivelarsi utile fornire indicatori del costo di finanziamento che riflettano la struttura patrimoniale delle imprese.

L'indicatore di costo reale di finanziamento esterno è stato calcolato su base trimestrale a partire dal 1990. Le sue componenti sono ponderate per le consistenze in essere (corrette per gli effetti di valutazione) utilizzando i conti finanziari trimestrali, e perciò assumendo che essi riflettano la struttura di finanziamento a lungo termine delle società non finanziarie dell'area dell'euro. Le componenti dell'indicatore di costo reale di finanziamento esterno sono deflazionate con le attese di inflazione fornite da *Consensus Economics Forecast*. Evidentemente questo indicatore potrebbe spesso risultare in una sopravvalutazione dei costi sostenuti dalle società non finanziarie, in quanto i prenditori cercano di approfittare degli strumenti di finanziamento economicamente più vantaggiosi disponibili e a modificare di conseguenza la propria struttura patrimoniale.

Il costo reale dei prestiti bancari

Per quanto concerne il costo dei prestiti bancari connessi alle società non finanziarie dell'area dell'euro, un tasso sui prestiti delle IFM a breve termine e uno su quelli a lungo termine vengono calcolati ponderando i singoli tassi sui prestiti applicati dalle IFM per le rispettive consistenze in essere (laddove possibile).

Nel calcolare il costo dei prestiti bancari delle società non finanziarie dell'area dell'euro, si dovrebbe tener conto di una discontinuità statistica nella serie dei tassi sui prestiti applicati dalle IFM, avvenuta all'inizio del 2003 con la sostituzione dei tassi di interesse delle IFM non armonizzati con più accurati dati armonizzati (i cosiddetti tassi MIR)²⁾. Dal momento che, allo stato

1) Cfr. Modigliani, F., Miller, M. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48.

2) Per maggiori dettagli sulle nuove statistiche armonizzate cfr. il riquadro *Nuove statistiche della BCE sui tassi di interesse delle IFM* nel numero di dicembre 2003 di questo Bollettino.

attuale, non è possibile nessun aggiustamento attendibile dei tassi prima del 2003, la differenza nei livelli della serie non è stata corretta.

Dal 2003, in base ai tassi armonizzati, il tasso sui prestiti delle IFM a breve termine è una media ponderata di:

- tassi sui conti correnti attivi
- tassi variabili e tassi su nuovi prestiti con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno.

Il tasso sui prestiti delle IFM a lungo termine è una media ponderata di:

- tassi su nuovi prestiti con periodo iniziale di determinazione del tasso oltre un anno e fino a cinque anni
- tassi su nuovi prestiti con periodo iniziale di determinazione del tasso superiore a cinque anni.

Prima del 2003, in base ai tassi non armonizzati, esistevano solamente un tasso sui prestiti a breve termine applicato dalle IFM per prestiti con scadenza fino a un anno e uno a lungo termine per prestiti con scadenza superiore a un anno. Al fine di mostrare il costo dei prestiti bancari dal 1990, la serie dei tassi non armonizzati sui prestiti delle IFM a lungo termine, che inizia nel novembre 1996, è stata allungata all'indietro sulla base dei tassi al dettaglio nazionali.

Inoltre, per quanto riguarda le statistiche armonizzate, c'è una discrepanza fra la definizione dei tassi su nuove operazioni, definiti in base al periodo iniziale di determinazione del tasso del prestito, e quella delle consistenze in essere, definite per la scadenza originaria. Di conseguenza, la ponderazione dei tassi per le consistenze comporta un'ipotesi implicita di assenza di finanziamenti a tassi variabili. Ad esempio, i tassi con periodo iniziale di determinazione del tasso superiore a cinque anni sono ponderati per le consistenze totali di prestiti con scadenza originaria superiore a cinque anni, sebbene parte di queste consistenze potrebbero essere finanziate a tassi con periodi di determinazione inferiori. Pertanto, probabilmente il peso applicato ai tassi a lungo termine è in qualche misura troppo elevato, mentre quello applicato ai tassi a breve termine è in qualche misura troppo basso. L'impatto di questa potenziale distorsione è probabilmente relativamente limitato e non influenzerà la dinamica di questi indicatori.

Nelle statistiche armonizzate, la scomposizione dei tassi è più articolata di quella delle consistenze. Di conseguenza, i tassi distinti per la dimensione del credito erogato (fino a un milione di euro e oltre un milione di euro) sono stati ponderati utilizzando la somma mobile annua del volume delle nuove operazioni comprese in queste due dimensioni di credito.

Per quanto attiene alla deflazione del costo nominale con le attese di inflazione, i tassi sono stati deflazionati sulla base di misure previsionali che coprono periodi relativi alla durata degli strumenti. I tassi sui prestiti delle IFM a breve termine sono deflazionati con le attese medie di inflazione di *Consensus Economics Forecast* per l'anno in corso e quello successivo (per un orizzonte temporale medio di circa nove mesi). Per quelli a lungo termine si è ricorsi alle attese di inflazione a due anni, in linea con l'evidenza empirica.

Il costo reale del debito basato sul mercato

Il calcolo del costo reale del debito basato sul mercato si fonda su un indice Merrill Lynch del rendimento nominale medio delle obbligazioni societarie con scadenza superiore a un anno

emesse da società non finanziarie con alto merito di credito (dati disponibili a partire da aprile 1998), sui rendimenti delle obbligazioni societarie nei sei maggiori paesi dell'area dell'euro per il periodo precedente ad aprile 1998 e su un indice di obbligazioni ad alto rendimento denominate in euro. I rendimenti nazionali sono aggregati utilizzando come pesi i PIL valutati alle parità del potere d'acquisto nel 2001. Non si fornisce una distinzione fra il costo a breve e quello a lungo termine del debito basato sul mercato in quanto non esiste una misura appropriata del primo dei due per le società non finanziarie dell'area dell'euro.

L'indicatore è deflazionato con le attese di inflazione di Consensus Economics Forecast per il periodo relativo alla durata delle obbligazioni societarie, che in media corrisponde sostanzialmente a cinque anni.

Il costo reale del capitale di rischio

La stima del costo reale del capitale di rischio delle società non finanziarie dell'area dell'euro è misurato utilizzando il modello di Gordon dei dividendi attualizzati in tre fasi secondo l'applicazione di Fuller e Hsia (1984)³⁾. Questo modello postula che il prezzo delle azioni equivale alla somma scontata attesa di tutti i futuri dividendi distribuiti dalle azioni. Pertanto, il modello è relativamente semplice e non tiene conto di una serie di altri fattori che potrebbero incidere sui corsi del mercato azionario. Inoltre, per poter stimare i parametri del modello, è necessaria una serie di ipotesi aggiuntive. In primo luogo, si assume che i dividendi siano una quota costante degli utili cosicché il tasso atteso di crescita dei primi può essere sostituito da quello dei secondi. In secondo luogo, si ipotizza che la crescita degli utili societari debba realizzarsi in tre fasi:

- la prima fase comprende i primi quattro anni. Le previsioni di utili della Thomson Financial First Call formulate dagli analisti per i titoli inclusi nell'indice Morgan Stanley Capital International del mercato azionario dell'area dell'euro (MSCI EMU) sono utilizzate come una previsione della crescita media degli utili nei successivi quattro anni. Questa crescita media è deflazionata con le attese medie di inflazione nei successivi quattro anni per ottenere un indicatore di crescita in termini reali.
- La seconda fase dovrebbe durare un periodo intermedio di otto anni, nel quale la crescita reale degli utili societari dovrebbe convergere linearmente al tasso di crescita di lungo periodo.
- Nella terza fase la crescita di lungo periodo degli utili societari dovrebbe essere costante al 2,25 per cento, valore che si colloca nell'intervallo stimato della crescita del prodotto potenziale dell'area dell'euro.

Nel complesso, quando si stima il costo del capitale di rischio mediante il modello dei dividendi attualizzati in tre fasi di Gordon, si assume che il tasso di sconto, che può essere scomposto come somma di un tasso di interesse privo di rischio e di un premio per il rischio connesso all'investimento azionario, può essere considerato come una proxy del costo del capitale di rischio. Alla luce delle ipotesi effettuate (si pensi, ad esempio, a quelle riguardanti la crescita degli utili di lungo periodo), la misura del costo del capitale di rischio è caratterizzata da un grado di incertezza più elevato rispetto alle altre componenti del costo di finanziamento. Ciò deve essere tenuto presente quando si paragona il costo dei vari strumenti di finanziamento.

3) Per una descrizione dell'applicazione del modello all'area dell'euro si veda il riquadro 2 dell'articolo intitolato *Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino. Cfr. anche Gordon, M. J. (1962), *The Investment, Financing and Valuation of Corporations*, Greenwood Publishing Group e Fuller, R. J., Hsia, C.-C. (1984), "A simplified common stock valuation model", *Financial Analysts Journal*, settembre-ottobre.

Riquadro 5

LA TRASMISSIONE DEI TASSI DI INTERESSE DI MERCATO AI TASSI SUI PRESTITI APPLICATI DALLE IFM DALL'AVVIO DELLA TERZA FASE DELL'UEM

I tassi sui prestiti bancari tendono a essere determinati dagli andamenti dei mercati dei capitali e monetari, con un certo ritardo nell'adeguamento¹⁾. Le variazioni dei tassi sui prestiti bancari, a loro volta, rappresentano un aspetto importante del processo di trasmissione della politica monetaria in quanto incidono sulle condizioni di finanziamento e, quindi, sulle decisioni di investimento nel settore dell'edilizia residenziale o in altri settori nonché sui consumi, che alla fine andranno a ripercuotersi su prezzi e produzione. Il presente riquadro esamina le modalità secondo le quali le condizioni dei mercati dei capitali e monetari hanno influito sui tassi applicati sui prestiti bancari fra gennaio 1999 e dicembre 2004.

L'analisi si basa, per gli ultimi due anni, sulle nuove statistiche armonizzate sui tassi di interesse sulle nuove operazioni applicati dalle IFM (disponibili a partire da gennaio 2003). Per il periodo compreso fra il 1999 e il 2002, sono stati utilizzati i precedenti tassi di interesse al dettaglio non armonizzati. Inoltre, il periodo fra gennaio 1999 e dicembre 2000 è considerato separatamente per tener conto del fatto che i tassi di interesse di mercato avevano raggiunto un picco verso la fine del 2000. Quest'ultima suddivisione è in certa misura artificiale perché la maggior parte dei tassi di interesse di mercato era scesa nei primi mesi del 1999.

Esaminando il periodo a partire da gennaio 2003, per il quale si può condurre un'analisi più precisa, tutti i tassi di interesse applicati dalle IFM sui nuovi prestiti sono diminuiti. La flessione più pronunciata, superiore a quella dei tassi di interesse di mercato, si è verificata nei tassi di interesse sui *mutui erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni*. Ciò potrebbe essere stato determinato, in parte, dalla forte concorrenza in questo segmento di mercato e da un aumento del valore delle garanzie ipotecarie a seguito della robusta dinamica dei mercati immobiliari in numerosi paesi (cfr. anche i risultati dell'ultima indagine sul credito bancario)²⁾. Nei periodi precedenti, per i quali un paragone può essere solo indicativo in quanto i tassi di interesse al dettaglio sottostanti si riferivano a prestiti per tutte le scadenze, le variazioni nei tassi di interesse su mutui per l'acquisto di abitazioni tendevano a rispondere in maniera significativa a quelle nei tassi di interesse di mercato, sia che questi ultimi fossero in rialzo sia che fossero in ribasso.

Dall'inizio del 2003, il calo dei tassi di interesse a breve applicati dalle IFM sui *prestiti a società non finanziarie* è stato anche tendenzialmente più marcato di quello dell'Euribor a tre mesi, mentre i tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM sono diminuiti sostanzialmente nella stessa misura dei rendimenti sui titoli di Stato a cinque e dieci anni. La flessione dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti a società non finanziarie dall'inizio del 2003, in particolare di quelli sui prestiti a breve, potrebbe rispecchiare il fatto che le IFM hanno ridotto di recente i propri premi per il rischio di credito a fronte del contesto di maggior redditività delle società non finanziarie e degli sforzi di ristrutturazione dei bilanci compiuti dalle stesse (cfr. anche sezione 2.6). Inoltre, alla flessione più marcata dei tassi di interesse delle IFM da gennaio 2003 potrebbero aver altresì contribuito alcuni adeguamenti ritardati ai precedenti ribassi dei tassi di

1) Per maggiori dettagli, cfr. ad esempio il riquadro 3 dal titolo *La determinazione dei tassi sui prestiti bancari nell'area dell'euro* nel Rapporto annuale 2002 della BCE.

2) Cfr. il riquadro *Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

interesse di mercato, riconducibili al normale ritardo nella trasmissione ai tassi sui prestiti ³⁾. Questa ipotesi è suffragata dall'osservazione che, in passato, i tassi di interesse al dettaglio sui prestiti alle società non finanziarie tendevano a essere meno variabili dei tassi di interesse di mercato, segnalando che, per un insieme di ragioni legate ai rapporti con la propria clientela, le banche adeguano i propri tassi di interesse su questi prestiti solo gradualmente nelle fasi di rialzo o di ribasso dei tassi di interesse.

Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti

	Variazioni in punti base		
	da gennaio 1999 a dicembre 2000	da dicembre 2000 a dicembre 2002	da gennaio 2003 a dicembre 2004
Prestiti a società non finanziarie			
(a) scadenza originaria fino a un anno	112	-120	-
conti correnti attivi	-	-	-93
a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino ad un anno	-	-	-74
(b) scadenza originaria oltre un anno	141	-111	-
con determinazione iniziale del tasso da uno a cinque anni	-	-	-43
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	-	-	-55
Prestiti alle famiglie			
(a) per l'acquisto di beni di consumo	56	-61	-
conti correnti attivi	-	-	-36
a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino ad un anno	-	-	-47
con determinazione iniziale del tasso oltre un anno	-	-	-74
(b) per l'acquisto di abitazioni	133	-133	-
a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino ad un anno	-	-	-92
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	-	-	-84
Per memoria			
Euribor a tre mesi	179	-199	-66
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	176	190	-28
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	152	-119	-47
Rendimenti dei titoli di stato a dieci anni	125	-66	-58

Fonte: BCE.

Nota: per il periodo fra il 1999 e il 2002 i dati si riferiscono ai tassi di interesse al dettaglio; a partire dal 2003 ai tassi delle IFM. Questi ultimi sono ponderati. Per informazioni ulteriori, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro*, nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

Anche i tassi di interesse a breve applicati dalle IFM su *prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo* sono generalmente scesi a partire da gennaio 2003, ma in misura nettamente inferiore rispetto, ad esempio, all'Euribor a tre mesi. I risultati dell'ultima indagine sul credito bancario suggeriscono che i criteri per la concessione di prestiti, quantunque in progressivo allentamento, potrebbero ancora riflettere le percezioni negative delle banche circa il merito di credito dei consumatori. Nel contempo va notato che i tassi sul credito al consumo hanno mostrato una significativa inerzia anche in passato. Ad esempio, in entrambi i sottoperiodi da gennaio 1999 e da dicembre 2000, i tassi di interesse al dettaglio sui prestiti per l'acquisto di beni di consumo sono variati solo per una frazione della variazione verificatasi nei tassi di interesse di mercato con scadenze a breve e medio termine. Dal gennaio 2003 i tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo, per contro, sono scesi più dei tassi di interesse di mercato (ad esempio dei rendimenti sui titoli di Stato

3) Per l'evidenza empirica disponibile, cfr. ad esempio G. de Bondt, *Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level*, Working Paper della BCE n. 136, aprile 2002.

a dieci anni). Ciò potrebbe riflettere il fatto che, almeno in alcuni paesi, il credito al consumo a più lungo termine tende a essere garantito in misura maggiore, riducendo quindi il premio per il rischio di credito incorporato nel tasso.

Nel complesso, se si esamina il periodo compreso fra il 1999 e il 2004, i tassi sui prestiti alle società non finanziarie hanno riflesso, in misura significativa, le variazioni dei tassi di interesse di mercato, ma con un certo ritardo. I tassi di interesse sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno seguito più da vicino i tassi di interesse di mercato nei primi anni di politica monetaria unica e, più di recente, hanno mostrato la tendenza a diminuire in misura maggiore rispetto ai tassi di interesse di mercato, in un contesto di rincari delle abitazioni e di rafforzata concorrenza. Per la maggior parte, i tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo, almeno per quanto riguarda quelli a breve termine, hanno continuato a mostrare, fino a tempi recenti, una considerevole inerzia nel rispondere alle variazioni dei tassi di interesse di mercato.

Anche il costo reale del finanziamento tramite debito basato sul mercato delle società non finanziarie è diminuito leggermente rispetto ai livelli già modesti del terzo trimestre. Il basso costo del finanziamento obbligazionario riflette il livello storicamente contenuto dei tassi di interesse su tutte le scadenze nonché il livello molto basso dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse dalle imprese (cfr. figura 25). La maggior parte di tali differenziali di rendimento si è stabilizzata su un livello contenuto nel quarto trimestre del 2004. In particolare, il differenziale tra le obbligazioni ad alto rendimento (con rating BBB e superiore) e i titoli *benchmark* si è collocato al livello più basso dall'introduzione dell'euro. Le notevoli diminuzioni dei differenziali sulle obbligazioni indicano la percezione di prospettive relativamente favorevoli per le società non finanziarie nell'area dell'euro. Nel contempo, nel paragonare i rendimenti sulle obbligazioni emesse dalle imprese con i tassi sui prestiti delle IFM bisogna tenere presente che i differenziali di rendimento delle prime si sono accresciuti significativamente nei periodi di turbolenza finanziaria (dopo l'11 settembre 2001 e ancora nella seconda metà del 2002), mentre i tassi bancari hanno reagito in modo più contenuto agli shock macroeconomici. Inoltre, la "ricerca di guadagni" da parte degli investitori potrebbe avere contribuito a ridurre i differenziali sulle obbligazioni emesse dalle imprese.

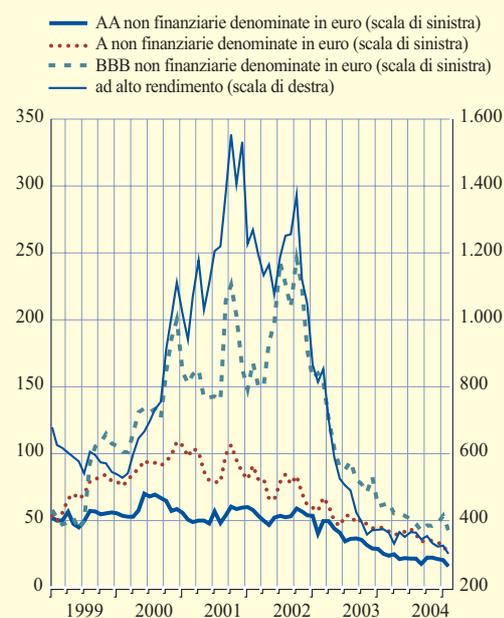
Anche il costo reale delle azioni quotate è sceso leggermente, compensando in parte l'aumento del terzo trimestre, per effetto di una dinamica più favorevole nei mercati azionari dell'area dell'euro.

FLUSSI DI FINANZIAMENTO

Nel corso del 2004 la capacità di finanziamento interno delle società non finanziarie è migliorata considerevolmente, come indicato dagli an-

Figura 25 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie

(punti base; medie mensili)



Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream e Merrill Lynch.
Nota: i differenziali sulle obbligazioni non finanziarie sono calcolati rispetto a rendimenti su titoli di stato AAA.

damenti degli utili societari. Ad esempio, gli utili di importanti società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx si sono stabilizzati su un livello relativamente alto (cfr. sezione 2.5 sui mercati azionari). Inoltre, la ripresa del margine operativo lordo negli ultimi trimestri indica una maggiore disponibilità di fondi interni per le imprese dell'area dell'euro. Ciò potrebbe avere ridotto la necessità delle società non finanziarie di ricorrere a forme di finanziamento esterno. Stante la modesta crescita degli investimenti, il fabbisogno finanziario, misurato sostanzialmente dalla differenza tra il risparmio lordo e gli investimenti lordi (cfr. anche il riquadro 4 *Condizioni di finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2004 di questo Bollettino), è lievemente diminuito.

Mentre il finanziamento esterno delle società non finanziarie è rimasto nel complesso moderato, i loro debiti finanziari sono lievemente cresciuti nel quarto trimestre del 2004. In particolare, la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è aumentata dal 4,5 per cento del terzo trimestre al 5,4 del quarto (cfr. tavola 5). Secondo gli ultimi dati mensili, tale tasso di crescita è salito ulteriormente in gennaio al 5,7 per cento. Per contro, l'incremento sul periodo corrispondente delle emissioni di titoli di debito da parte delle società non finanziarie è calato al 3,3 per cento nel quarto trimestre, dal 3,9 del trimestre precedente. Tale differenza nel ricorso a varie forme di debito finanziario potrebbe rispecchiare in certa misura un allentamento graduale dei criteri per la concessione di prestiti applicati dalle banche, come suggerito dall'indagine sul credito bancario di gennaio 2005. Le società non finanziarie potrebbero pertanto avere fatto più facilmente ricorso ai prestiti bancari rispetto agli ultimi anni. Inoltre, il basso volume di emissioni nette di titoli di debito da parte delle società non finanziarie negli ultimi mesi potrebbe essere ricondotto a rimborsi relativamente elevati, in particolare in diversi paesi dell'area dell'euro, dopo la sostenuta attività di emissione negli anni precedenti.

Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie

	Consistenza alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili (miliardi di euro)	Tassi di crescita sul periodo corrispondente (variazioni percentuali)				
		2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.
Prestiti delle IFM	3.155	3,5	3,2	4,0	4,5	5,4
fino a un anno	974	-0,8	-2,4	-2,1	-0,5	2,5
da uno a cinque anni	549	3,0	3,6	6,4	6,1	6,2
oltre cinque anni	1.632	6,5	6,9	7,2	7,2	6,9
Emissioni di obbligazioni	601	9,9	6,9	3,2	3,9	3,3
a breve termine	90	5,1	-1,8	2,1	3,9	-1,4
a lungo termine, di cui: ¹⁾	511	10,9	8,8	3,5	3,9	4,2
a tasso fisso	418	13,0	9,9	3,6	1,3	0,8
a tasso variabile	80	-15,7	-8,5	-0,1	20,7	32,0
Emissioni di azioni quotate	2.984	0,8	0,9	0,8	0,7	0,8
Per memoria ²⁾						
Finanziamento totale	7.382	3,0	1,8	1,8	1,9	2½
Prestiti a società non finanziarie	3.703	3,2	1,6	2,0	2,1	3
Riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie	303	6,0	5,9	5,8	5,8	5½

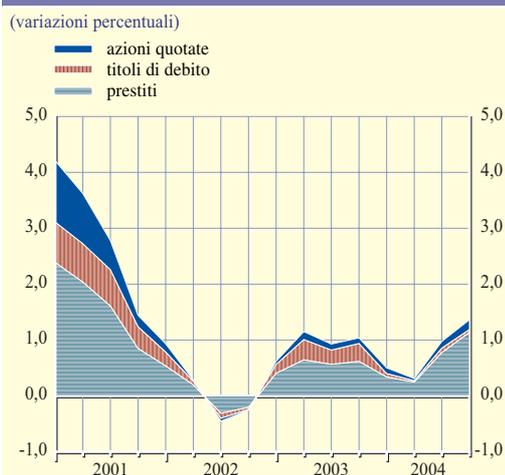
Fonte: BCE.

Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e delle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione.

1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.

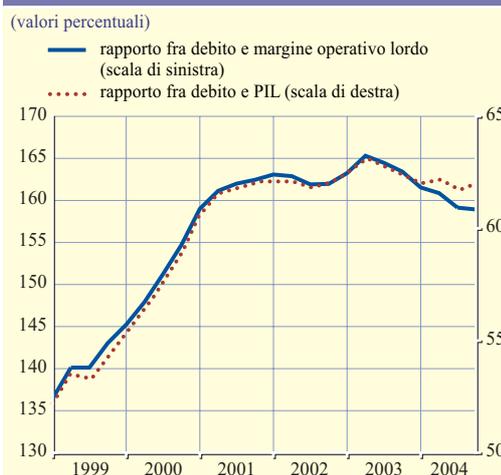
2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti finanziari. Il finanziamento totale delle società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate e le riserve dei fondi pensione. I prestiti alle società non finanziarie comprendono i prestiti concessi dalle IFM e dalle altre società finanziarie. I dati differenti al trimestre più recente sono stimati usando i dati delle statistiche monetarie e bancarie e quelli relativi alle emissioni di titoli.

Figura 26 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie



Fonte: BCE.
Nota: Il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita sul periodo corrispondente del valore corrente e del deflatore del PIL.

Figura 27 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie



Fonti: BCE e Eurostat.

Per quanto riguarda il finanziamento azionario alla fine del 2004, l'emissione netta di azioni da parte delle società non finanziarie dell'area è rimasta modesta, sui livelli molto bassi degli ultimi due anni. La crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è rimasta sostanzialmente stabile nel quarto trimestre del 2004, allo 0,8 per cento, dopo lo 0,7 del terzo trimestre. Lo scarso ricorso al finanziamento azionario è ascrivibile sia a una domanda relativamente bassa di finanziamento esterno sia al costo molto contenuto di altre fonti di finanziamento.

Nel complesso, si stima che la crescita sul periodo corrispondente del finanziamento totale delle società non finanziarie sia aumentata al 2½ per cento nel quarto trimestre del 2004, dall'1,9 del terzo trimestre (cfr. tavola 5).

Anche la crescita sul periodo corrispondente delle principali fonti di finanziamento esterno è salita in termini reali, pur rimanendo relativamente modesta (cfr. figura 26).

POSIZIONE FINANZIARIA

I modesti flussi di debiti finanziari hanno contribuito alla diminuzione degli indici di indebitamento delle società non finanziarie negli ultimi trimestri, sebbene questi si mantengano, in termini storici, a un livello piuttosto alto (cfr. figura 27). Ciò potrebbe rispecchiare un bisogno meno urgente da parte delle imprese di ridurre il debito in conseguenza del basso costo di finanziamento dello stesso. Di fatto, il servizio del debito per le società non finanziarie, misurato dalla differenza fra gli interessi corrisposti sui prestiti in essere delle IFM denominati in euro e gli interessi ricevuti sui depositi in essere presso le IFM denominati nella stessa valuta, ha continuato a scendere negli ultimi due anni (cfr. figura 28).

2.7 FINANZIAMENTO E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

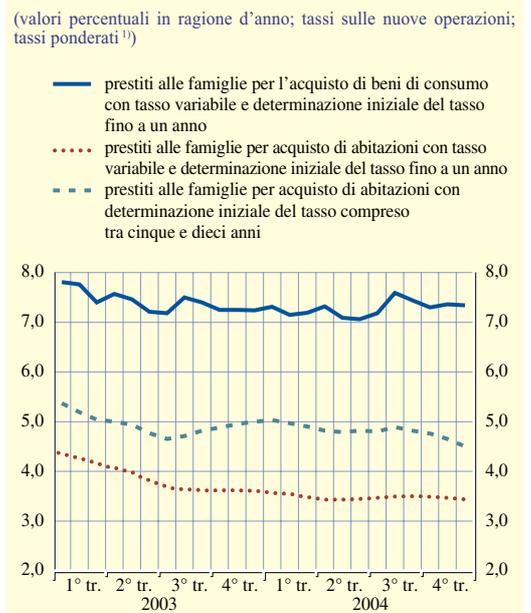
Sostenuto da condizioni di finanziamento favorevoli, l'indebitamento delle famiglie è aumentato ulteriormente nel quarto trimestre del 2004, riflettendo soprattutto il perdurare della forte dinamica

Figura 28 Oneri finanziari netti delle società non finanziarie



Fonti: BCE, Eurostat.
Nota: gli oneri finanziari netti fanno riferimento agli oneri per interessi sui prestiti delle IFM denominati in euro al netto degli interessi sui depositi denominati in euro presso le IFM.

Figura 29 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie



Fonte: BCE.
1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati sono ottenuti usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003.

dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. Ciò ha determinato un nuovo aumento del rapporto fra indebitamento delle famiglie e PIL.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nel quarto trimestre del 2004 le condizioni di finanziamento per le famiglie dell'area dell'euro sono rimaste favorevoli. In particolare, i tassi di interesse sui prestiti concessi alle famiglie si sono mantenuti su livelli molto contenuti in termini storici.

I tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM sui nuovi prestiti alle famiglie, misurati dal tasso di interesse sul credito al consumo e dal tasso di interesse sui prestiti per l'acquisto di abitazioni, entrambi a tasso variabile e con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, sono rimasti sostanzialmente stabili nel quarto trimestre (cfr. figura 29). Nello stesso periodo i tassi di interesse a lungo termine delle IFM, misurati dal tasso sui prestiti alle famiglie con periodo di determinazione iniziale tra cinque e dieci anni, sono diminuiti ulteriormente, per più di 30 punti base. I differenziali tra i tassi di interesse a breve e lungo termine delle IFM e i tassi di mercato comparabili si sono mantenuti sostanzialmente stabili nel quarto trimestre. Il riquadro 5 assume un orizzonte temporale più lungo analizzando l'andamento dei tassi delle IFM sui prestiti alle famiglie e la misura in cui questi rispecchiano variazioni dei tassi di mercato.

FLUSSI DI FINANZIAMENTO

Secondo gli ultimi dati trimestrali sui conti finanziari, i prestiti totali concessi alle famiglie da tutte le istituzioni finanziarie sono aumentati a un tasso dell'8,2 per cento sul periodo corrispondente nel terzo

trimestre del 2004. Sulla base di informazioni provenienti dalle statistiche bancarie e monetarie, si stima che tale tasso di crescita sia rimasto approssimativamente all'8 per cento nel quarto trimestre.

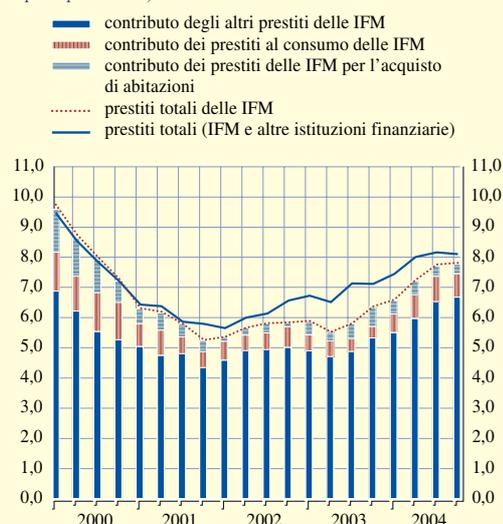
La protratta forte crescita del finanziamento delle famiglie è dovuta principalmente all'andamento dei prestiti concessi dalle IFM, che sono cresciuti a un tasso del 7,8 per cento sul periodo corrispondente nel quarto trimestre. Dalla fine del 2002 il tasso di crescita dei prestiti totali alle famiglie è stato notevolmente più alto di quello dei prestiti delle IFM, rispecchiando un'espansione sostenuta dei prestiti erogati da altre istituzioni finanziarie (AIF), nel contesto della cartolarizzazione dei mutui ipotecari in diversi paesi dell'area dell'euro. Negli ultimi trimestri, nondimeno, la dinamica dei prestiti delle AIF destinati al finanziamento delle famiglie sembra essersi in una certa misura attenuata (cfr. figura 30).

Nel quarto trimestre del 2004 la crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie ha continuato a essere determinata da ulteriori forti aumenti del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni (10,0 per cento in dicembre a fronte del 9,8 in settembre), grazie a favorevoli condizioni di finanziamento in un contesto di vivacità dei mercati delle abitazioni in molti paesi dell'area dell'euro. Ciò è stato confermato dai risultati dell'indagine sul credito bancario, che ha evidenziato una maggiore domanda netta di mutui ipotecari per il quarto trimestre del 2004, principalmente a causa di una perdurante percezione di migliori prospettive del mercato immobiliare da parte dei mutuatari. La tendenza del tasso di crescita dei prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni è continuata in gennaio (10,1 per cento).

La crescita del credito al consumo è diminuita in dicembre (al 5,8 per cento dal 6,2 di settembre), dopo avere mostrato una tendenza al rialzo nei trimestri precedenti. Il tasso di crescita di altre tipo-

Figura 30 Prestiti totali concessi alle famiglie

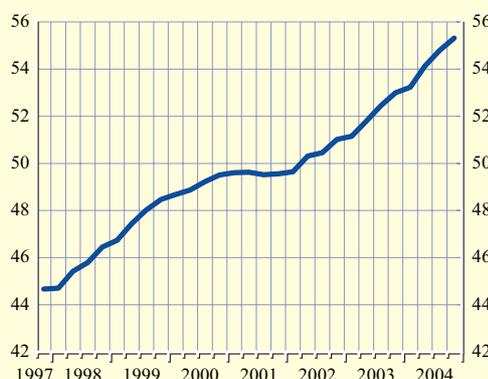
(tassi di variazione percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.
Nota: i prestiti totali (IFM e altre istituzioni finanziarie) nel quarto trimestre del 2004 sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie.

Figura 31 Rapporto fra il debito delle famiglie e il PIL

(in percentuale)



Fonte: BCE.
Nota: i dati del debito per il quarto trimestre del 2004 sono stati stimati sulla base di transazioni rilevate nelle statistiche monetarie e bancarie. In confronto ai conti finanziari annuali, il rapporto fra il debito e il PIL è lievemente inferiore se misurato sulla base dei conti finanziari trimestrali, soprattutto poiché i prestiti concessi dal settore non-finanziario e dalle banche al di fuori dell'area dell'euro non sono inclusi.

logie di prestiti erogati alle famiglie dalle IFM si è collocato all'1,7 per cento in dicembre. Secondo l'indagine sul credito bancario, il calo della domanda netta di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti segnalata dalle banche nel quarto trimestre del 2004 è stato attribuito alla debolezza del clima di fiducia dei consumatori e a un miglioramento del risparmio delle famiglie. In gennaio il tasso di crescita di entrambe le categorie di prestiti è aumentato considerevolmente, al 6,8 per cento per il credito al consumo e al 2,3 per cento per gli altri prestiti.

POSIZIONE FINANZIARIA

A seguito del perdurare della forte dinamica dell'indebitamento delle famiglie, il rapporto fra il debito di questo settore e il PIL è ulteriormente cresciuto, a più del 55 per cento nel quarto trimestre del 2004 (cfr. figura 31). Tale andamento solleva un interrogativo circa la sostenibilità degli attuali livelli di indebitamento delle famiglie, un indicatore ritardato della quale è fornito dai valori dei prestiti in sofferenza (cfr. riquadro 6). Tuttavia, si stima che l'onere totale per il servizio del debito delle famiglie (pagamenti per interessi più rimborsi del capitale) sia rimasto sostanzialmente stabile in rapporto al reddito disponibile dal 2000, in presenza di un contesto di tassi di interesse storicamente bassi.

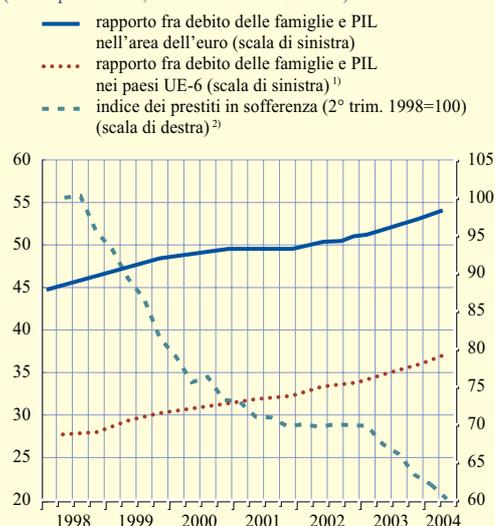
Riquadro 6

ANDAMENTO DEL DEBITO E DEI PRESTITI IN SOFFERENZA DELLE FAMIGLIE NELL'AREA DELL'EURO

A partire dalla fine degli anni novanta si è verificato un rapido accumulo di debito da parte delle famiglie dell'area dell'euro. Nel quarto trimestre del 2004 il rapporto fra debito complessivo delle famiglie e PIL si collocava a un livello lievemente superiore al 55 per cento, circa 10 punti percentuali in più rispetto agli inizi del 1998. Il più elevato rapporto tra debito e PIL amplificherebbe con ogni probabilità l'impatto di shock ai redditi o ai tassi di interesse sui bilanci familiari e sul servizio del debito. Dal momento che gran parte dell'aumento dell'indebitamento riflette una crescita vigorosa del finanziamento ipotecario in un contesto di mercati immobiliari dinamici, tali effetti di amplificazione possono altresì emergere a seguito di marcate variazioni dei prezzi delle abitazioni e, quindi, del valore delle garanzie. In tale contesto, il livello più elevato di indebitamento implica, quindi, un maggiore rischio che le famiglie incontrino difficoltà nel servizio del debito e che aumenti il numero dei prestiti in sofferenza. Il presente riquadro esamina alcuni fattori che possono contribuire a valutare i collegamenti fra l'andamento del debito e quello dei prestiti in sofferenza.

Figura A Debito e prestiti in sofferenza delle famiglie nell'area dell'euro

(valori percentuali; indice 2° trim. 1998=100)



Fonti: BCE, Eurostat.

1) Il rapporto include i sei paesi fra i quali sono disponibili dati sui prestiti in sofferenza (Belgio, Spagna, Francia, Irlanda, Italia e Portogallo). Diversamente dai dati relativi al totale dell'area, il rapporto è calcolato sulla base dei soli prestiti concessi dalle IFM

2) L'indice dei prestiti in sofferenza è calcolato in rapporto al totale dei prestiti del paese. L'indice ponderato è calcolato usando come peso le frazioni del debito di ciascun paese sul debito aggregato.

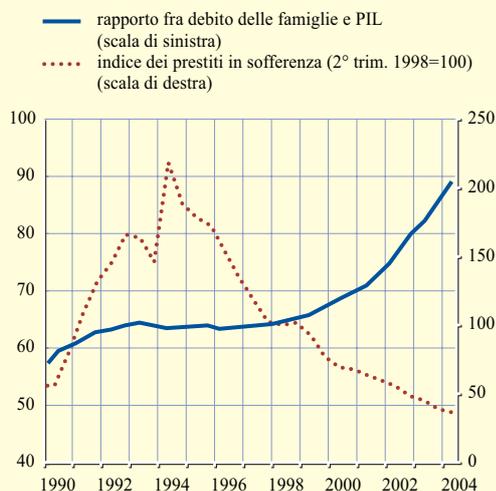
Si definiscono in sofferenza i prestiti con almeno tre mesi di arretrato. Tuttavia, tale definizione può presentare differenze fra i vari paesi in termini di norme e politiche sulla rapidità con cui i prestiti in sofferenza sono sottoposti a cancellazione contabile o trattati altrimenti, esulando quindi dalle statistiche. I dati pubblicamente disponibili sui prestiti in sofferenza nei paesi dell'area dell'euro sono piuttosto scarsi e, anche quando esistono effettivamente, la scomposizione per settore fra famiglie e società non finanziarie copre in genere solo un breve periodo. Inoltre, la mancanza di armonizzazione dei dati suggerisce che devono essere valutati con cautela. La figura A mostra un indice del rapporto fra prestiti in sofferenza e prestiti totali alle famiglie, costituito in base a dati pubblicati dalle banche centrali nazionali di Belgio, Spagna, Francia, Irlanda, Italia e Portogallo. Tali paesi incidono per il 57 per cento del PIL dell'area, ma solo per il 40 per cento in termini dello stock dei prestiti erogati alle famiglie. Il campione copre il periodo compreso fra il secondo trimestre del 1998 e il secondo trimestre del 2004. I dati indicano che il rapporto tra prestiti in sofferenza e prestiti totali è in diminuzione dal 1998, soprattutto nella prima parte del periodo, che è stato caratterizzato da una forte crescita economica, ma anche nel successivo rallentamento.

Nel Regno Unito e negli Stati Uniti si è osservato un andamento sostanzialmente simile del rapporto tra debito delle famiglie e PIL e di quello tra prestiti in sofferenza e prestiti totali. In entrambe queste economie il rapporto tra debito e PIL ha accelerato a partire dalla fine degli anni novanta. Per quanto concerne i prestiti in sofferenza, la loro incidenza sul totale è stata in netto calo nel Regno Unito, proseguendo l'andamento al ribasso degli ultimi anni, iniziato dopo la crisi del settore immobiliare dei primi anni novanta. In confronto, negli Stati Uniti il calo dell'incidenza dei prestiti in sofferenza dalla fine degli anni novanta è stato più attenuato (cfr. figure B e C).

Nel valutare la costante diminuzione dell'incidenza dei prestiti in sofferenza sul totale, va osservato che questo indicatore si aggiusta con ritardo rispetto all'andamento della sostenibilità del

Figura B Debito e prestiti in sofferenza delle famiglie nel Regno Unito

(valori percentuali; indice 2° trim. 1998=100)



Fonti: Council of Mortgage Lenders, APACS e Bank of England.

Figura C Debito e prestiti in sofferenza delle famiglie negli Stati Uniti

(valori percentuali; indice 2° trim. 1998=100)



Fonte: US Federal Reserve Board.

debito. La valutazione dei rischi associati all'accumulo di debito negli ultimi anni, pertanto, deve incentrarsi direttamente sulla questione se tale accumulo sia sostenibile. A questo riguardo, si può argomentare che la vigorosa crescita del rapporto tra debito delle famiglie e PIL negli anni passati rifletta un processo di equilibramento.

Innanzitutto, come parte del processo di convergenza precedente all'Unione monetaria, i tassi di inflazione nell'area dell'euro si sono allineati su livelli bassi e stabili. Le condizioni macroeconomiche più stabili a partire dalla fine degli anni novanta si sono riflesse in tassi di disoccupazione più bassi e in tassi di interesse in termini reali inferiori, comportando una minor incertezza riguardo ai flussi di reddito e minori oneri per il servizio del debito. Ciò consente alle famiglie di contrarre un debito superiore, per un dato livello di reddito, senza necessariamente incorrere in maggiori rischi. Ad esempio, nell'area dell'euro il rapporto fra oneri relativi al servizio del debito (ossia pagamento degli interessi e restituzione del capitale) e reddito disponibile della famiglia è rimasto sostanzialmente stabile dal 1998 a circa il 9-10 per cento, nonostante l'aumento del rapporto tra debito e PIL (cfr. figura D).

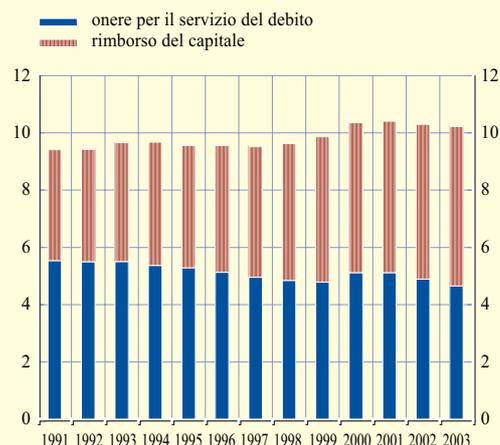
In secondo luogo, l'aumento del debito ipotecario potrebbe essere associato a una domanda strutturalmente superiore di abitazioni nonostante l'evoluzione demografica. Ciò potrebbe essere ricondotto al fatto che le schiere di neonati del baby boom degli anni sessanta hanno raggiunto negli anni passati l'età in cui le famiglie acquistano con maggiori probabilità un'abitazione. Inoltre, sussiste una tendenza di lungo periodo a costituire famiglie meno numerose.

In terzo luogo, potrebbero esserci anche fattori strutturali che possono spiegare più direttamente il rapporto più basso di prestiti in sofferenza. Fra questi, ad esempio, si potrebbe annoverare l'impiego di migliori tecniche di gestione del rischio da parte delle banche e/o l'esistenza di migliori opportunità per le banche più importanti di trasferire parte dei propri rischi di credito, mediante la cartolarizzazione o il ricorso a derivati di credito.

Nonostante queste spiegazioni del debito strutturalmente più elevato e della minore incidenza dei prestiti in sofferenza, i rischi associati alle probabili relazioni fra forti rincari delle abitazioni, da un lato, e un elevato rapporto tra il debito delle famiglie e il PIL, dall'altro, vanno tenuti sotto stretta osservazione. L'indagine sul credito bancario dell'Eurosistema suggerisce, ad esempio, che il costante allentamento in termini netti dei criteri applicati per la concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni negli scorsi trimestri rispecchia una forte concorrenza fra le banche più che un miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare. Non si può escludere che i rischi generali associati al rapido incremento dei prezzi delle abitazioni siano al momento sottostimati a causa della forte concorrenza nel settore bancario e dei bassi livelli attuali di prestiti in sofferenza.

Figura D Pagamento degli interessi e rimborso del capitale da parte delle famiglie nell'area dell'euro

(in percentuale del reddito disponibile)



Fonte: elaborazioni BCE.

3 PREZZI E COSTI

Il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC nell'area dell'euro è notevolmente diminuito in gennaio, collocandosi all'1,9 per cento, 0,5 punti percentuali in meno rispetto al mese precedente e significativamente al di sotto della media registrata da maggio 2004, pari al 2,3 per cento. Il calo ha riguardato tutte le componenti dell'inflazione ed è riconducibile in parte a effetti base. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, a febbraio l'inflazione al consumo è lievemente aumentata al 2 per cento. La crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione, al netto delle costruzioni, è salita in gennaio al 3,9 per cento, avvicinandosi al valore massimo registrato nell'ottobre 2004. Il recente incremento è presumibilmente attribuibile al rincaro dei prodotti energetici. Infine, gli indicatori del costo del lavoro segnalano che le pressioni salariali sono rimaste contenute nel corso del 2004.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER FEBBRAIO 2005

In base alla stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione armonizzata dell'area dell'euro è salita al 2,0 per cento a febbraio, dall'1,9 per cento di gennaio (cfr. tavola 6). Sebbene non siano ancora disponibili dati dettagliati, il lieve aumento dell'inflazione tra gennaio e febbraio è probabilmente da ricondurre al rincaro dei beni energetici. Tale stima è tuttavia caratterizzata da un significativo grado d'incertezza, data la natura preliminare dei dati disponibili.

L'INFLAZIONE ARMONIZZATA A GENNAIO 2005

In gennaio l'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC è scesa all'1,9 per cento, in calo di 0,5 punti percentuali rispetto a dicembre (cfr. figura 32) e inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto alla stima rapida dell'Eurostat pubblicata all'inizio di febbraio. Un calo dell'inflazione era atteso per gennaio, a causa di una serie di effetti base prevedibili, ma la flessione è stata amplificata dall'andamento favorevole delle componenti più variabili dell'indice, in particolare i prezzi del greggio e quelli dei prodotti alimentari non trasformati.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è calato in misura sostanziale. La dinamica dei prezzi dell'energia è stato frenata sia da un effetto

Tavola 6 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2004 set.	2004 ott.	2004 nov.	2004 dic.	2005 gen.	2005 feb.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,1	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,0
Beni energetici	3,0	4,5	6,4	9,8	8,7	6,9	6,2	.
Alimentari non trasformati	2,1	0,6	-1,5	-1,2	-1,0	0,0	-0,6	.
Alimentari trasformati	3,3	3,4	3,3	2,8	2,3	3,2	2,8	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	.
Servizi	2,5	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	1,4	2,3	3,3	4,1	3,7	3,5	3,9	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	25,1	30,5	35,0	39,4	34,5	30,0	33,6	35,2
Prezzi delle materie prime non energetiche	-4,5	10,8	6,9	3,7	0,4	-0,2	-1,9	-1,8

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

1) L'inflazione armonizzata di febbraio 2005 fa riferimento alla stima rapida dell'Eurostat.

base sia dalla flessione dei prezzi petroliferi registrata all'inizio di gennaio. Per quanto riguarda i prodotti alimentari non trasformati, la variazione negativa, pari al -0,6 per cento, è principalmente attribuibile all'andamento dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli, che, contrariamente a quanto si osserva di solito all'inizio dell'anno, sono rimasti sostanzialmente invariati. L'effetto di entrambi questi fattori, tuttavia, potrebbe rivelarsi di breve durata in quanto da metà gennaio i prezzi del petrolio hanno ripreso a crescere, tornando sui livelli di inizio novembre 2004, mentre i prezzi dei prodotti ortofrutticoli sono notoriamente caratterizzati da un'elevata variabilità, dipendendo dalle condizioni meteorologiche.

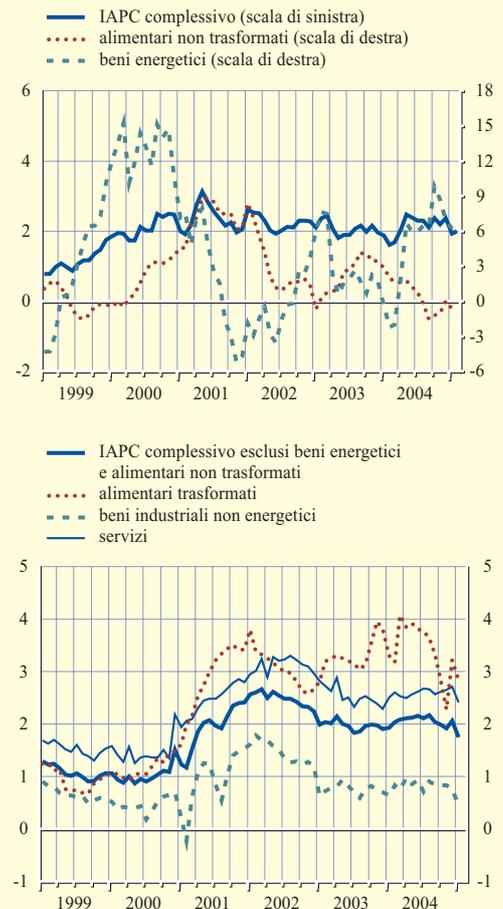
Sempre in gennaio, la crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dell'energia è scesa di 0,3 punti percentuali, all'1,8 per cento. Il calo ha riflesso una generale moderazione degli aumenti dei prezzi nell'area dell'euro, nonché alcuni effetti base associati agli incrementi dei prezzi registrati nel gennaio 2004. Benché la dinamica sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati sia stata largamente influenzata da un effetto base connesso all'aumento delle imposte sui tabacchi avvenuto lo scorso anno in Francia, il tasso di variazione di questa componente si è sostanzialmente stabilizzato anche al netto dei tabacchi. Anche la crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici ha subito una flessione, passando dallo 0,8 per cento in dicembre allo 0,5 di gennaio. Il rallentamento è presumibilmente connesso all'effetto amplificato dell'andamento dei saldi di fine stagione, emerso negli ultimi anni in alcuni paesi dell'area dell'euro, con particolare riferimento ai prezzi dell'abbigliamento e delle calzature, caratterizzati da sconti maggiori; sulla base delle esperienze passate, tuttavia, tali prezzi dovrebbero risalire con relativa rapidità. Infine, il rallentamento sui dodici mesi dei prezzi dei servizi in gennaio dovrebbe essere per lo più riconducibile a un effetto base derivante dall'incremento dei prezzi amministrati dei servizi sanitari registrato lo scorso anno in Germania.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

I dati più recenti sui prezzi alla produzione nell'area dell'euro indicano una lieve accelerazione sui dodici mesi, indotta dal rincaro dei beni energetici. La crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione, al netto delle costruzioni, è salita in gennaio al 3,9 per cento, 0,4 punti percentuali in più rispetto al mese precedente, avvicinandosi al valore massimo registrato nell'ottobre 2004. Il recente incremento è riconducibile interamente all'andamento dei prezzi dei beni energetici, cresciuti dell'8,0 per

Figura 32 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

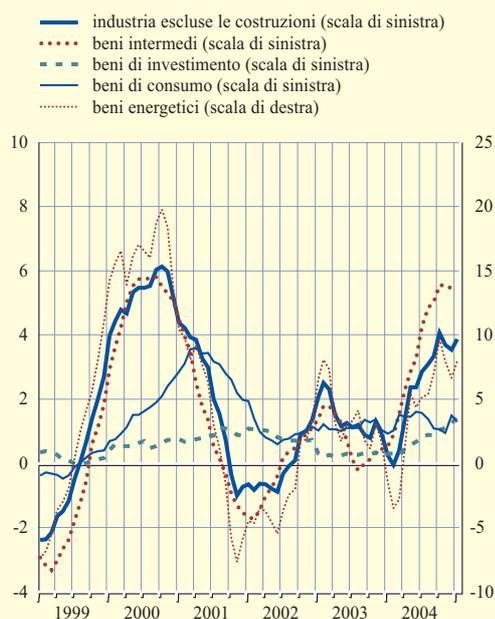
cento in gennaio, dal 6,6 di dicembre, probabilmente a causa del rincaro del petrolio. Nello stesso periodo, la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nel settore industriale, al netto delle costruzioni e dell'energia, è rimasta invariata al 2,9 per cento.

Esaminando le diverse componenti dei prezzi alla produzione, la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni intermedi è rimasta invariata al 5,5 per cento, sempre in gennaio, confermando la tendenza alla stabilizzazione in atto dallo scorso ottobre (cfr. figura 33). Tale tendenza riflette il rallentamento sui dodici mesi dei prezzi in euro delle materie prime non energetiche e il calo dei corsi petroliferi registrato tra ottobre e dicembre 2004. Il tasso di crescita dei prezzi dei beni intermedi resta tuttavia elevato, rispecchiando i livelli relativamente alti dei prezzi delle materie prime in generale. I prezzi dei beni di investimento hanno invece evidenziato un'ulteriore accelerazione sui dodici mesi. Infine, il calo della crescita dei prezzi dei beni di consumo, scesa all'1,3%, è attribuibile in ampia misura all'andamento dei prezzi dei beni di consumo non durevoli. Mentre l'incremento relativamente elevato osservato in dicembre è largamente imputabile all'impatto dell'accresciuta imposizione fiscale sui tabacchi in Germania e Italia, il dato di gennaio risente di un effetto base al ribasso derivante dall'aumento dell'imposta sui tabacchi avvenuto lo scorso anno in Francia. Escludendo le due componenti dei prodotti alimentari e dei tabacchi, la dinamica dei prezzi dei beni di consumo sarebbe lievemente aumentata negli ultimi due mesi.

In prospettiva, i dati delle indagini congiunturali di febbraio continuano a segnalare un possibile rallentamento dei prezzi alla produzione. Nel settore manifatturiero, l'Eurozone Input Price Index (EPI) basato sull'indagine presso i responsabili degli acquisti (PMI), pur continuando a indicare un aumento dei prezzi, ha subito un'ulteriore flessione in febbraio. Tuttavia, l'indice dei prezzi applicati dai produt-

Figura 33 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

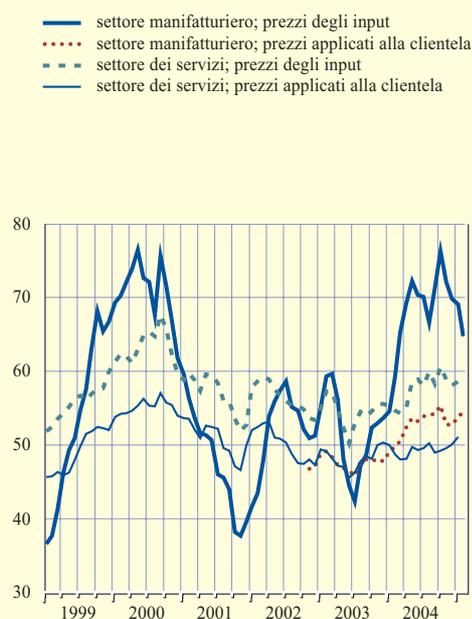
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 34 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: NTC Research.

Nota: un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi, mentre un valore inferiore a tale soglia ne indica un decremento.

tori (o prezzi dell'output) è aumentato ancora in febbraio, segnalando che i produttori hanno continuato a trasferire parte di passati incrementi dei prezzi degli input lungo la catena di formazione dei prezzi (cfr. figura 34). Per il periodo relativamente breve durante il quale sono disponibili i dati dell'indagine, i prezzi alla produzione del settore manifatturiero sono risultati fortemente correlati con i risultati delle indagini sui prezzi di input e output (cfr. il riquadro 7 sui dati dell'indagine PMI relativi ai prezzi alla produzione di input e output). I dati sul settore dei servizi, sebbene disponibili solo per il mese di gennaio al momento di redigere questo Bollettino, indicavano un ulteriore incremento dei prezzi degli input e di quelli applicati dai produttori.

Riquadro 7

I DATI DELLE INDAGINI PMI SUI PREZZI ALLA PRODUZIONE DEGLI INPUT E DELL'OUTPUT

Questo riquadro passa in rassegna le informazioni ricavate dalle inchieste presso i responsabili degli acquisti (indagini PMI), discutendone l'utilità per comprendere l'evoluzione dei prezzi alla produzione nell'area dell'euro. I risultati di queste indagini congiunturali, condotte sia per l'industria manifatturiera sia per il settore dei servizi, possono contribuire a chiarire in che modo le variazioni dei costi degli input si trasmettono ai prezzi di questi fattori e ai prezzi dei beni e servizi prodotti.

Le inchieste mensili presso i responsabili degli acquisti dei settori manifatturiero e dei servizi sugli andamenti recenti dell'attività economica e dei prezzi nell'area dell'euro (indagini PMI) sono effettuate dalla NTC Research, una società privata. Con riferimento agli andamenti recenti dei prezzi degli input e dei prezzi applicati dai produttori di beni e servizi, agli intervistati viene chiesto, tramite dei questionari, di indicare se i prezzi siano più alti, uguali o più bassi rispetto al mese precedente. Le risposte sono convertite in indicatori di diffusione, in base ai quali un valore di 50 segnala un livello dei prezzi invariato, mentre valori superiori (inferiori) a questa soglia indicano un aumento (calo) dei prezzi. Le inchieste PMI sono condotte a metà mese e i risultati per l'area dell'euro sono pubblicati il primo giorno lavorativo (per il settore manifatturiero) e il terzo giorno lavorativo (per il settore dei servizi) successivi al mese di riferimento.

L'indagine relativa all'industria manifatturiera è condotta in otto paesi dell'area dell'euro, che rappresentano il 92 per cento del PIL dell'area; quella relativa al comparto dei servizi viene effettuata in cinque paesi dell'area, pari all'81 per cento del PIL. Nell'inchiesta presso il settore manifatturiero, che interessa circa 3.000 società, la domanda sui prezzi degli input riguarda gli andamenti dei prezzi medi di tutti i beni acquistati; agli intervistati viene inoltre chiesto di fornire informazioni qualitative sulle variazioni di prezzo di singole voci e, ove le conoscano, di spiegare le ragioni di tali variazioni¹⁾. Per quanto concerne l'indagine nel comparto dei servizi, che tocca circa 2.000 società appartenenti a diversi servizi di mercato (esclusi il commercio all'ingrosso e quello al dettaglio), dalla domanda sui prezzi degli input si ricavano informazioni sui prezzi medi di tutti i diversi input (compresi pertanto gli acquisti di beni e servizi, i costi connessi al personale, i canoni di locazione).

La figura 34 in questa sezione del Bollettino riporta le serie relative ai prezzi degli input e ai prezzi applicati alla clientela, sia per il comparto manifatturiero sia per quello dei servizi²⁾. In

- 1) Negli ultimi mesi, ad esempio, gli alti prezzi dei beni energetici e dell'acciaio sono stati citati fra i fattori all'origine del livello relativamente elevato dell'indice dei prezzi degli input nell'industria manifatturiera. Anche l'inchiesta di febbraio relativa al settore dei servizi faceva emergere, fra i fattori di rilievo, il costo dell'energia, nonché, con riferimento alla Germania, i pedaggi autostradali.
- 2) La NTC Research compila indici "compositi" per il complesso dell'area dell'euro utilizzando i risultati delle inchieste relative sia al settore manifatturiero sia a quello dei servizi; questi indici tuttavia non sono presentati in questa sede.

considerazione dell'intervallo temporale relativamente breve per il quale sono disponibili i dati, tali andamenti devono essere interpretati con cautela. Dalla figura emerge una maggiore volatilità dei prezzi degli input dell'industria manifatturiera rispetto a quelli degli input dei servizi, ascrivibile al fatto che questi ultimi includono tutti i fattori produttivi (costo della manodopera, canoni di locazione, ecc.). Nella fase attuale, l'indice dei prezzi degli input è più elevato nel settore manifatturiero che in quello dei servizi. Ciò riflette la valutazione dei responsabili degli acquisti secondo cui i prezzi dei beni utilizzati per la produzione manifatturiera si sono accresciuti in linea con il rialzo fatto osservare dai corsi del petrolio e delle altre materie prime da metà del 2003. D'altra parte, l'indice dei prezzi degli input dei servizi, seppure anch'esso in crescita da metà del 2003, si situa su un livello inferiore, riflettendo la dinamica relativamente moderata del costo del lavoro (che è incluso in questo indice ma non in quello del settore manifatturiero). Va altresì notato che la serie dei prezzi applicati per i beni prodotti dall'industria manifatturiera è cresciuta in misura più contenuta di quella dei prezzi degli input. Ciò suggerisce che parte dell'aumento dei costi dei fattori produttivi potrebbe essere stata assorbita dai margini di profitto. Sull'andamento potrebbe aver inciso anche la decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto da metà del 2003.

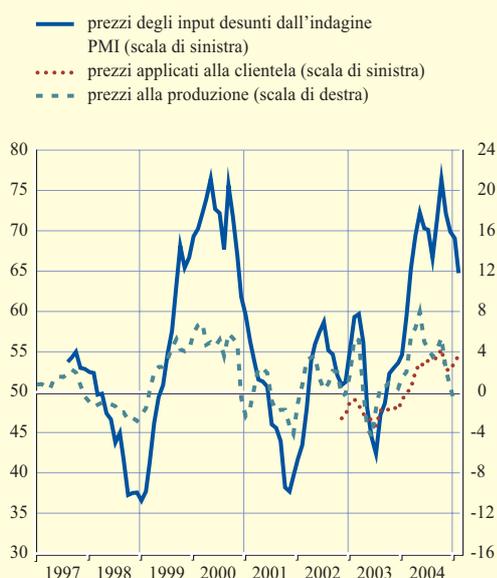
Insieme ai risultati delle indagini PMI sui prezzi degli input nell'industria manifatturiera e sui prezzi da questa applicati, la figura A riporta anche i dati rilevati dalle statistiche ufficiali sugli andamenti dei prezzi dell'output nel settore manifatturiero. Sebbene sia difficile giungere a una valutazione conclusiva, in ragione dell'intervallo temporale relativamente breve

dei dati disponibili per l'indice dei prezzi applicati, si può comunque osservare una significativa correlazione fra le rilevazioni dei prezzi dell'output nel settore manifatturiero e le serie temporali relative ai prezzi degli input e ai prezzi applicati alla clientela.

Come si è detto, la serie dei prezzi degli input desunta dalle indagini PMI per il settore dei servizi comprende tutti i fattori produttivi, non solo i beni acquistati; pertanto, lo scarto fra questa serie e quella dei prezzi applicati alla clientela può fornire indicazioni preliminari sulla dinamica dei margini di profitto. Alcuni elementi di cautela vanno tuttavia considerati. Il primo è dato dal fatto che le domande dell'indagine PMI ("I prezzi degli input/prezzi applicati sono più alti, uguali o più bassi?") forniscono informazioni qualitative. Il secondo attiene all'intervallo per il quale si dispone di dati, che attualmente è relativamente breve. Il terzo è che la serie dei prezzi degli input si è collocata al di sopra di quella dei prezzi applicati alla clientela durante l'intero periodo coperto dai dati disponibili. Questi motivi di cautela suggeriscono che le variazioni relative nelle serie desunte dalle indagini congiunturali segnalano unica-

Figura A Dati dell'indagine PMI e prezzi alla produzione per il settore manifatturiero

(indici di diffusione; variazioni percentuali sui tre mesi espresse in ragione d'anno)



Fonti: Eurostat, NTC Research ed elaborazioni della BCE.
Note: indagine presso i responsabili degli acquisti. Un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi degli input o dei prezzi applicati alla clientela nel settore manifatturiero, mentre un valore inferiore a 50 ne indica un decremento.

mente la direzione degli andamenti dei margini di profitto e non i cambiamenti effettivi del loro livello. Lo scarto fra l'indice dei prezzi applicati alla clientela e quello dei prezzi degli input (figura B) indica che l'aumento dei corsi delle materie prime nei periodi 1999/2000 e poi da metà del 2003 ha esercitato una certa pressione al ribasso sui margini di profitto dell'industria dei servizi, sebbene la quota rappresentata da questi input nel comparto sia relativamente modesta. Tuttavia in taluni sottosettori, come i trasporti aerei, i margini risentono significativamente degli andamenti del petrolio.

In conclusione, i dati delle indagini PMI sui prezzi degli input e sui prezzi applicati alla clientela dalle industrie manifatturiere e da quelle dei servizi forniscono in modo tempestivo informazioni utili sulla dinamica dei prezzi alla produzione, in particolare nel settore dei servizi, per il quale non sono ancora disponibili statistiche ufficiali³⁾.

3) Statistiche ufficiali dei prezzi degli input per l'area dell'euro non esistono. Indici dei prezzi alla produzione per il settore dei servizi dell'area dell'euro dovrebbero cominciare a essere compilati a partire dal 2007, in ottemperanza a una programmata revisione della regolamentazione comunitaria sulle statistiche a breve termine.

Figura B Dati dell'indagine PMI per il settore dei servizi

(indici di diffusione)

— prezzi degli input desunti dall'indagine PMI
 prezzi applicati alla clientela desunti dall'indagine PMI



Fonti: NTC Research.

Note: indagine presso i responsabili degli acquisti. Un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi degli input o dei prezzi applicati alla clientela nel settore dei servizi, mentre un valore inferiore a 50 ne indica un decremento.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

L'indicatore delle retribuzioni contrattuali per l'area dell'euro fornisce alcune prime informazioni sull'andamento del costo del lavoro nell'ultimo trimestre del 2004. In tale periodo le retribuzioni salariali sono cresciute del 2,2 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente, 0,2 punti percentuali in più rispetto al terzo trimestre, ma poco meno degli incrementi registrati nella prima metà dell'anno (cfr. tavola 7). Questo andamento è ampiamente attribuibile alla lieve accelerazione delle retribuzioni contrattuali in Germania, ma è stato anche accentuato da effetti di arrotondamento.

Tavola 7 Indicatori del costo del lavoro

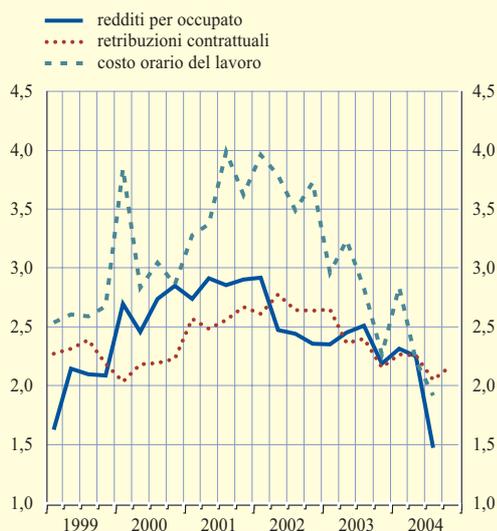
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Costo orario complessivo del lavoro	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Redditi per occupato	2,4	.	2,2	2,3	2,2	1,5	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,4	.	0,7	1,3	1,9	1,4	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 35 Indicatori del costo del lavoro

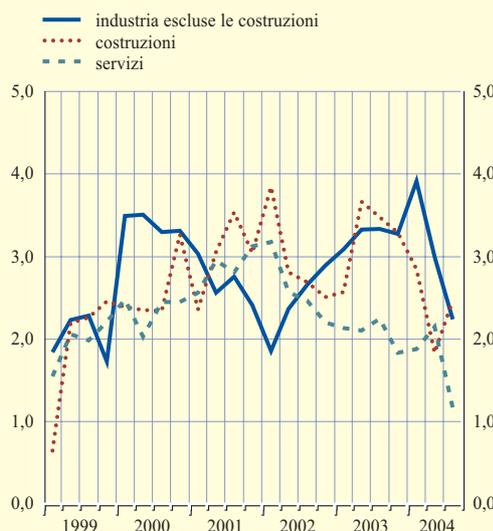
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 36 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Tutti gli altri indicatori del costo del lavoro hanno mostrato una tendenza al rallentamento nei primi tre trimestri del 2004, confermando il quadro complessivo di una crescita salariale moderata nell'area dell'euro. La crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro nel settore delle imprese non agricole è calata nettamente nel corso dell'anno, scendendo dal 2,8 per cento del primo trimestre all'1,9 per cento del terzo. Analogamente, il tasso di variazione dei redditi per occupato è sceso all'1,5 per cento nel terzo trimestre del 2004, benché il calo sia stato amplificato dalla variabilità dei dati del settore pubblico italiano (cfr. figura 35). Il rallentamento dei redditi per occupato ha interessato il settore industriale, quello dei servizi, nonché, in misura minore, le costruzioni (cfr. figura 36).

Nel complesso, il recente andamento delle retribuzioni contrattuali conferma la flessione della crescita salariale osservata negli ultimi due anni. Nel 2004, con la ripresa dell'attività economica, si è verificato un aumento della crescita della produttività, che, associato al calo della dinamica salariale, ha esercitato una pressione al ribasso sull'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto. La crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto è scesa dall'1,0 per cento del primo trimestre del 2004 allo 0,1 per cento del terzo. Di conseguenza, la pressione inflazionistica derivante dal mercato del lavoro si è presumibilmente mantenuta modesta fino alla fine del 2004.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In assenza di ulteriori aumenti dei corsi petroliferi, delle imposte o dei prezzi amministrati, l'inflazione armonizzata dovrebbe continuare ad attestarsi intorno al 2 per cento nei prossimi mesi, nonostante si preveda una certa variabilità. I più recenti indicatori non segnalano l'accumularsi di forti pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro. In particolare, gli incrementi salariali

sono rimasti contenuti, in un contesto di modesta crescita economica e di debolezza delle condizioni del mercato del lavoro. Secondo le proiezioni degli esperti della BCE di marzo 2005 l'inflazione armonizzata dovrebbe collocarsi tra l'1,6 e il 2,2 per cento nel 2005 e tra l'1,0 e il 2,2 per cento nel 2006 (cfr. il riquadro 10 *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE* in questo numero del Bollettino mensile). Diversi rischi al rialzo devono essere tenuti in conto, con riferimento in particolare al futuro andamento dei prezzi petroliferi, ma anche a quello delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. Inoltre, è necessario vigilare sui potenziali rischi al rialzo derivanti da passati incrementi dell'inflazione, che possono provocare effetti di secondo impatto sul processo di determinazione di salari e prezzi nell'intera economia. Tali rischi possono diventare più rilevanti nel medio periodo, in corrispondenza di un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Al riguardo è necessario tenere sotto stretta osservazione l'evoluzione delle aspettative d'inflazione a più lungo termine.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Il PIL in termini reali nell'area dell'euro è cresciuto dello 0,2 per cento nel quarto trimestre del 2004, confermando il rallentamento dell'attività economica nella seconda metà dello scorso anno. La disaggregazione delle componenti di spesa dimostra che uno stimolo favorevole indotto dal rafforzamento della domanda interna è stato controbilanciato dal contributo negativo della variazione delle scorte e dell'interscambio commerciale netto. Anche se la recente debolezza della crescita dell'attività sembrerebbe in parte di natura temporanea, gli indicatori congiunturali disponibili indicano solo un modesto miglioramento nel primo trimestre del 2005. In prospettiva, permangono le condizioni per il protrarsi della crescita nel corso dell'anno e per un ulteriore rafforzamento nel 2006.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

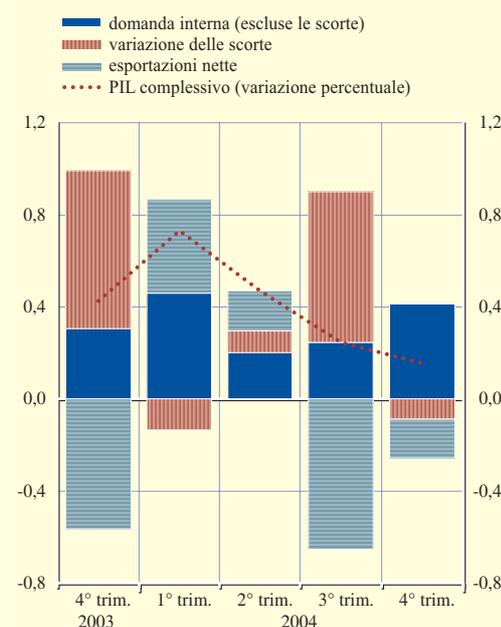
Le prime stime dei dati di contabilità nazionale nell'area per il quarto trimestre confermano il ritmo più moderato della crescita nella seconda metà del 2004. Nel quarto trimestre l'incremento rispetto al periodo precedente del PIL in termini reali è stimato allo 0,2 per cento, invariato rispetto alla stima rivista al ribasso per il terzo trimestre e nettamente inferiore allo 0,6 per cento in media della prima metà del 2004 (cfr. figura 37). Nel quarto trimestre le correzioni statistiche delle giornate lavorative, riconducibili in parte alle festività nazionali, potrebbero aver contribuito a determinare la stima del rallentamento del PIL. Nel complesso del 2004, il PIL è cresciuto dell'1,8 per cento secondo il calcolo corretto per il numero delle giornate lavorative, mentre sarebbe aumentato del 2,0 per cento in assenza di tali aggiustamenti. La differenza tra le due stime della crescita del PIL riflette il fatto che il 2004 ha avuto circa quattro giornate lavorative in più rispetto al 2003.

Il rallentamento dell'attività economica nella seconda metà dello scorso anno, oltre ad aver avuto un impatto sulla crescita media nel 2004, esercita un limitato effetto di trascinamento sulla crescita media del PIL nel 2005 (cfr. il riquadro 8 *L'effetto di trascinamento sulla crescita media del PIL nel 2005*). Ciò spiega in parte le recenti revisioni al ribasso delle previsioni di crescita del PIL nel 2005.

Per quanto riguarda la scomposizione della spesa, nel quarto trimestre del 2004 il contributo della domanda interna si è rafforzato grazie alla ripresa dei consumi privati e al perdurare della crescita degli investimenti. La ripresa della spesa per i consumi potrebbe riflettere in parte il venir meno dell'effetto dei rincari petroliferi sul potere d'acquisto delle famiglie e sul clima di fiducia all'inizio dello scorso anno. Allo stesso tempo, la crescita delle esportazioni è diminuita ulteriormente nel quarto trimestre, in linea con i segnali di rallentamento della domanda esterna e l'effetto di contenimento dell'apprezzamento dell'euro sulla competitività di prezzo degli

Figura 37 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi

(tasso di crescita e contributi in punti percentuali trimestrali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

esportatori dall'area. Nel contempo il significativo calo della crescita delle importazioni ha fatto sì che il contributo dell'interscambio commerciale netto fosse meno negativo rispetto al terzo trimestre. Un altro fattore che ha determinato la stima di una crescita del PIL contenuta è stato il contributo negativo delle scorte, che erano state accumulate in notevole quantità nel trimestre precedente.

Nel complesso, la ripresa della domanda interna presenta alcuni segni positivi per le prospettive a breve termine, laddove la crescita del PIL nel quarto trimestre potrebbe aver temporaneamente risentito di una significativa correzione al ribasso imputabile alla stima degli effetti di calendario.

Riquadro 8

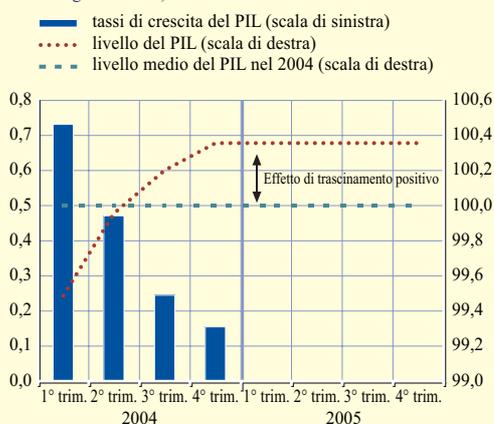
L'EFFETTO DI TRASCINAMENTO SULLA CRESCITA MEDIA DEL PIL NEL 2005

L'effetto di trascinamento sulla crescita media annuale del PIL si riferisce all'impatto del profilo trimestrale della crescita osservata nel corso di un anno sul tasso di crescita annuale medio nell'anno successivo. Questo concetto risulta utile quando si prendono in considerazione i tassi di crescita medi annuali, poiché consente di distinguere la dinamica della crescita nel corso di un dato anno dall'effetto meccanico della crescita nell'anno precedente. Può inoltre essere utile nell'interpretazione di previsioni e proiezioni relative all'aumento medio annuale del PIL in termini reali. Questo riquadro descrive brevemente il concetto di effetto di trascinamento e fornisce una stima di tale effetto sulla crescita media del PIL in termini reali nel 2005¹⁾.

Concettualmente, l'effetto di trascinamento corrisponde al tasso di crescita medio annuale che risulterebbe se il livello del PIL raggiunto nel quarto trimestre di un dato anno rimanesse co-

Figura A Il livello e gli andamenti del PIL dell'area dell'euro nel 2004 ed effetti di trascinamento nel 2005

(2004=100; tassi di crescita sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura B Crescita media annuale del PIL dell'area e scomposizione in effetti di trascinamento e dinamica dell'anno



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: la dinamica del PIL nell'anno è calcolata come differenza tra crescita ed effetto di trascinamento.

1) Una spiegazione più dettagliata del concetto di effetto di trascinamento sui tassi di crescita medi annuali del PIL in termini reali è contenuta nel riquadro 6 *Gli effetti di trascinamento sui tassi di crescita medi annuali del PIL* nel numero di dicembre 2001 di questo Bollettino.

stante durante tutto l'anno successivo. Ciò equivale alla differenza percentuale tra il livello del PIL nel quarto trimestre dell'anno e il livello medio nel complesso di tale anno. Ad esempio, se il livello del PIL nel quarto trimestre di un anno è superiore al livello medio dello stesso anno, l'effetto di trascinamento sulla crescita annuale media nell'anno successivo è positivo ²⁾. Nel 2004 vi è stato un effetto di trascinamento positivo (cfr. figura A).

A seconda del profilo della crescita, gli effetti di trascinamento possono variare considerevolmente da un anno all'altro. Le stime disponibili del PIL implicano un effetto di trascinamento pari a 0,4 punti percentuali per il 2005, un valore sostanzialmente in linea con quello del 2003 e solo lievemente inferiore a quello medio degli anni novanta (cfr. figura B) ³⁾. Il fatto che la stima rapida della crescita del PIL nel quarto trimestre sia stata leggermente inferiore alle attese potrebbe comportare una correzione al ribasso in alcune previsioni di crescita per il 2005. Ad esempio, l'indagine condotta dallo *Euro Zone Barometer* a metà gennaio, prima della pubblicazione della stima rapida per il quarto trimestre, indicava un aumento del PIL in termini reali dello 0,4 per cento nel quarto trimestre, a cui corrispondeva un effetto di trascinamento di 0,6 punti percentuali. La modesta crescita osservata nel quarto trimestre dello scorso anno implica dunque una riduzione "meccanica" di circa 0,2 punti percentuali nella maggior parte delle previsioni del PIL per il 2005.

- 2) Poiché il PIL in termini reali è tipicamente caratterizzato da una tendenza positiva, l'effetto di trascinamento è, in media, positivo.
3) L'effetto di trascinamento stimato per il 2005 potrebbe cambiare qualora le prossime stime dei conti annuali comportassero una revisione del profilo trimestrale.

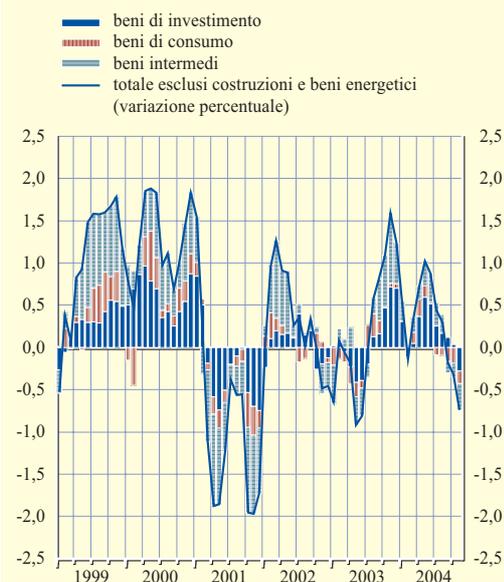
PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,5 per cento in dicembre rispetto al mese precedente, dopo essere calata nei due mesi precedenti. Nel complesso del quarto trimestre, la produzione industriale è calata dello 0,4 per cento. Questo rallentamento potrebbe essere imputabile ad alcuni fattori specifici, come il significativo decumulo delle scorte nel settore automobilistico e gli effetti di calendario in alcuni paesi dell'area, combinatisi con l'impatto del rallentamento della crescita mondiale e dell'apprezzamento dell'euro.

In un'ottica settoriale, il calo della produzione industriale nel quarto trimestre è stato più significativo nel settore dei beni di consumo durevoli, benché una certa flessione si sia registrata anche nei settori dei beni di consumo non durevoli e in quelli di investimento (cfr. figura 38). Per quanto riguarda questi ultimi, il netto calo della produzione di autoveicoli, secondo le indicazioni delle indagini, potrebbe essere correlato

Figura 38 Crescita della produzione industriale e contributi

(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate su tre mesi rispetto all'analoga media tre mesi prima.

al significativo decumulo in atto in questo comparto. Nel settore dei beni intermedi la produzione è lievemente aumentata, pur rallentando rispetto al trimestre precedente.

Più in positivo, i dati sui nuovi ordini effettivi nel settore manifatturiero hanno mostrato un notevole incremento in dicembre. Ciò rappresenta un segnale positivo nel breve periodo, in quanto i nuovi ordinativi tendono ad anticipare l'andamento della produzione di circa un mese (cfr. il riquadro *Nuovi ordinativi nei settori manifatturieri dell'area dell'euro*, nel numero di dicembre 2003 di questo Bollettino). Tuttavia, i nuovi ordinativi sono caratterizzati da una notevole variabilità e a volte possono essere connessi in maniera piuttosto imprecisa agli andamenti tendenziali della produzione a breve termine.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I dati delle indagini per i primi due mesi del 2005 sono risultati abbastanza incerti pur rimanendo in linea con il protrarsi di una moderata crescita nei settori dell'industria e dei servizi.

Secondo l'indagine sulle imprese della Commissione europea, l'indice del clima di fiducia nell'industria è calato di due punti in febbraio, collocandosi così al livello raggiunto all'inizio del 2004. Tutte le componenti del clima di fiducia sono state coinvolte nel peggioramento. La valutazione degli ordini ha mostrato la flessione più pronunciata, mentre le componenti dell'indice relative alle aspettative sulla produzione e alla valutazione dei livelli delle scorte sono entrambe lievemente diminuite. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) fornisce una valutazione lievemente più positiva delle condizioni del settore manifatturiero nel primo trimestre dell'anno (cfr. figura 39). Dopo l'aumento di gennaio, il PMI è rimasto invariato in febbraio a 51,9, un valore superiore al livello medio dell'indice nel quarto trimestre, in linea con la continuazione di una moderata crescita nell'industria.

Le indagini relative al settore dei servizi mostrano un peggioramento in febbraio, che annulla gran parte del miglioramento osservato il mese precedente. L'indice dell'attività delle imprese dell'indagine PMI nel settore dei servizi è sceso a 53,0 in febbraio. L'indicatore del clima di fiducia per i servizi elaborato dalla Commissione europea è rimasto sostanzialmente stabile negli ultimi mesi, nonostante un significativo calo a febbraio. Complessivamente, le condizioni nel settore dei servizi appaiono invariate dal quarto trimestre del 2004, quando il valore aggiunto nel settore dei servizi ha segnato un'espansione dello 0,4 per cento sul trimestre precedente.

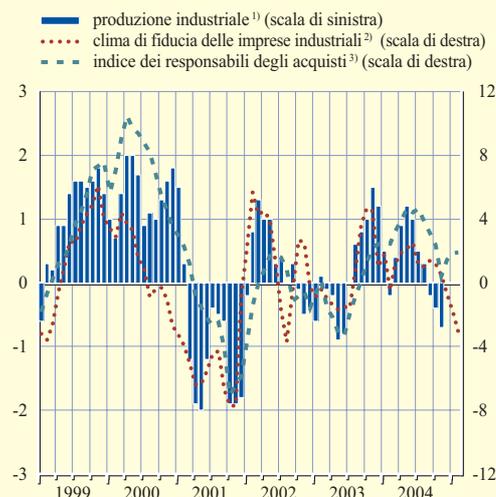
INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Benché i dati di contabilità nazionale per il quarto trimestre indichino una significativa ripresa dei consumi privati alla fine dello scorso anno, non è certo se tale slancio si sia protratto fino all'inizio del 2005.

La ripresa della spesa per consumi nel quarto trimestre del 2004 è stata sostenuta da un vigoroso incremento delle immatricolazioni di nuo-

Figura 39 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Research ed elaborazioni della BCE.

1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi.

2) Saldi percentuali; variazioni rispetto al precedente intervallo di tre mesi.

3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

ve autovetture e dal fatto che la crescita delle vendite al dettaglio è tornata a essere positiva dopo le contrazioni nei due trimestri precedenti. Peraltro, sembra essere rimasto vigoroso anche il contributo di altre voci di spesa, per le quali sono disponibili poche informazioni. Quanto alle dinamiche più recenti, il volume delle vendite al dettaglio è lievemente aumentato in dicembre, ma l'andamento sottostante continua a essere compatibile con una crescita moderata (cfr. figura 40). Inoltre, le immatricolazioni di nuove autovetture si sono contratte sia a dicembre sia a gennaio, fornendo un punto di partenza limitato al loro contributo alle dinamiche dei consumi privati nel primo trimestre del 2005.

L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea, che si è mantenuto sostanzialmente stabile negli ultimi mesi, è rimasto invariato in febbraio, su livelli storicamente modesti, nonostante un peggioramento delle aspettative sulla disoccupazione. Ciò rispecchia sia il perdurare della debolezza del mercato del lavoro sia l'incertezza che grava sul futuro corso delle politiche di bilancio e le prospettive a lungo termine dei sistemi sanitario e pensionistico.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

I dati disponibili suggeriscono un lento miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro nella seconda metà dello scorso anno, riflettendo principalmente il ritmo moderato dell'attività economica.

DISOCCUPAZIONE

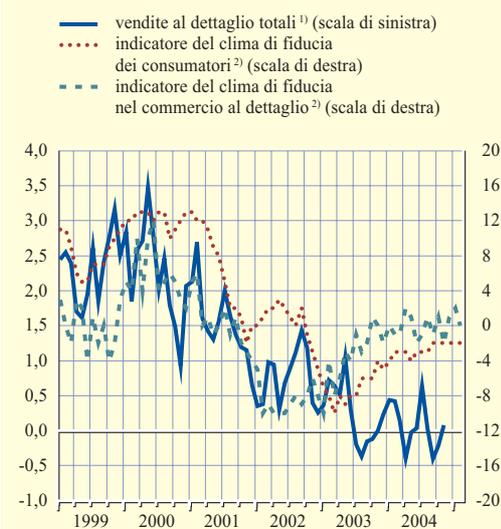
Il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area si è collocato all'8,9 per cento in dicembre, in rialzo dall'8,8 di novembre. Il numero di disoccupati nell'area è aumentato più sensibilmente in dicembre rispetto ai mesi precedenti, pur diminuendo lievemente nel complesso del quarto trimestre. Al momento le serie per l'area dell'euro risentono di una discontinuità nei dati italiani, particolarmente evidente in aprile (cfr. figura 41), che tuttavia dovrebbe essere corretta con la pubblicazione dei dati di gennaio, non disponibili alla data di chiusura di questo numero del Bollettino mensile.

OCCUPAZIONE

Nel terzo trimestre l'occupazione è cresciuta dello 0,2 per cento sul periodo precedente, un incremento analogo a quello del secondo trimestre. Tuttavia, tassi di crescita sostanzialmente invariati a livello aggregato riflettono il protrarsi di andamenti divergenti tra i settori (cfr. tavola 8). In particolare, nel terzo trimestre la crescita più vigorosa dell'occupazione nel settore dei servizi è stata controbilanciata da una contrazione nell'industria e nelle costruzioni, dopo i tassi di crescita positivi del secondo trimestre. In una prospettiva più a lungo termine, i dati sull'occupazione indicano che le

Figura 40 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



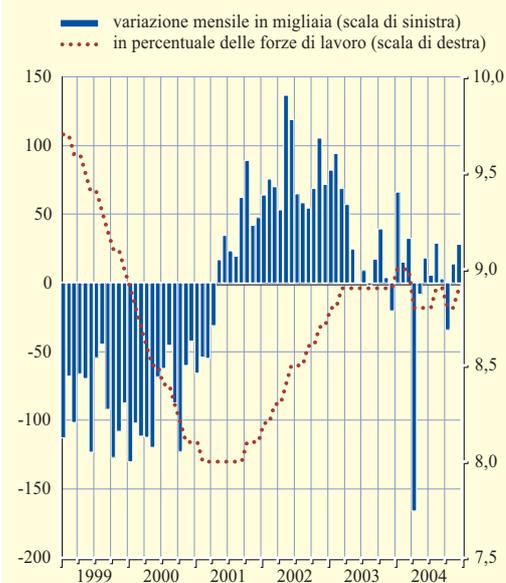
Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali sui dodici mesi; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati al netto della media. I dati sul clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro a partire dal gennaio 2004 non sono pienamente confrontabili con quelli precedenti, a causa di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

Figura 41 Disoccupazione

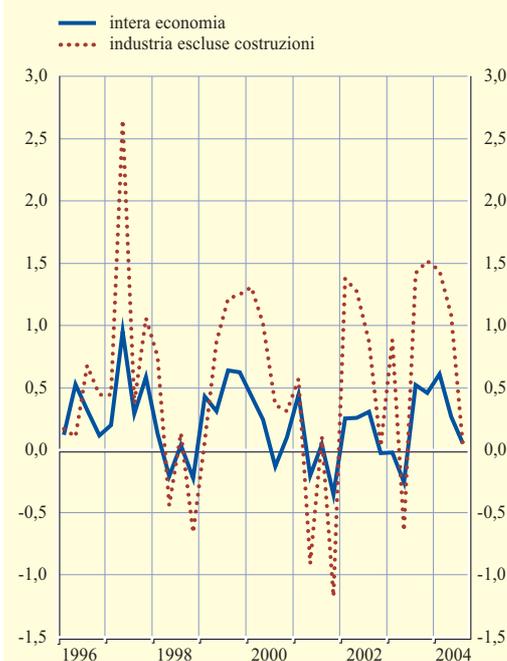
(dati mensili destagionalizzati)



Fonte : Eurostat.
Nota: l'apparente forte riduzione della disoccupazione nell'aprile 2004 è dovuta ad una discontinuità nelle serie della disoccupazione all'inizio del 2004, che sarà corretta con successive pubblicazioni di dati.

Figura 42 Produttività del lavoro

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte : Eurostat.

condizioni si sono stabilizzate intorno alla metà del 2004 dopo un graduale miglioramento nei primi sei mesi dell'anno.

Ulteriori modesti incrementi della crescita dell'occupazione, unitamente a un rallentamento dell'attività economica, hanno determinato una decelerazione della produttività del lavoro nel terzo trimestre del 2004 (cfr. figura 42). A parte le oscillazioni di breve termine, vi sono crescenti segnali di una tendenza relativamente moderata della crescita della produttività del lavoro dalla metà degli anni

Tavola 8 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2002	2003	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.
Totale economia	0,6	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
di cui:							
Agricoltura e pesca	-2,0	-2,3	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1
Industria	-1,1	-1,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2
Escluse le costruzioni	-1,3	-2,0	-0,5	-0,7	-0,6	0,0	-0,2
Costruzioni	-0,6	0,0	-0,4	0,0	-0,2	1,2	-0,1
Servizi	1,4	1,0	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3
Commercio e trasporti	0,4	0,5	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5
Finanziari e alle imprese	2,4	1,3	0,7	0,4	1,0	0,0	0,6
Amministrazione pubblica	1,8	1,2	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

novanta. La modesta crescita della produttività, benché sia principalmente riconducibile ai passati incrementi nell'utilizzazione del lavoro, riflette anche il ridotto impiego delle tecnologie atte a migliorare la produttività (cfr. il riquadro 9 *Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro*).

Riquadro 9

ANDAMENTI DELLA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO

L'aumento della produttività è un fattore chiave della crescita economica a lungo termine e del miglioramento del tenore di vita. A tale riguardo, i risultati degli ultimi anni nell'area dell'euro sono stati deludenti: la crescita della produttività del lavoro, misurata dal PIL in termini reali per ora lavorata, è diminuita da una media del 2,2, per cento nel periodo 1990-1995 ad appena l'1,3 per cento nel 1996-2004. Nel presente riquadro si fornisce una breve rassegna dei principali fattori alla base di questo andamento.

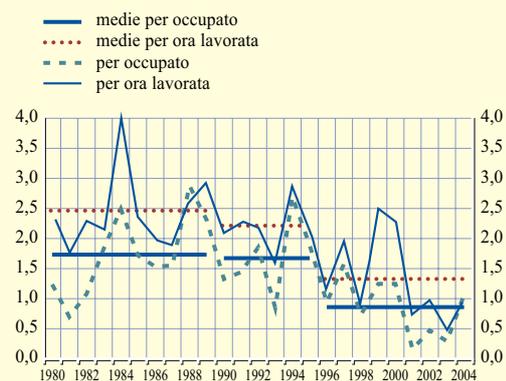
Vengono prese in considerazione due misure della produttività. La prima e la più utilizzata è la produttività del lavoro, ovvero il prodotto reale per unità di input di lavoro. Quest'ultimo è più di sovente misurato in termini di ore lavorate totali, ma qualora i dati sulle ore non siano disponibili o siano di scarsa qualità, è altresì possibile utilizzare il numero degli occupati. La seconda misura impiegata è quella di produttività totale dei fattori (PTF), che misura l'efficienza di tutti gli input (combinati). Sebbene spesso si consideri che la crescita della PTF rifletta il progresso tecnologico, nella pratica essa non è osservabile. Per questo motivo viene stimata come componente residuale di una funzione di produzione standard, e coglie così anche l'impatto di vari altri fattori, quali i miglioramenti organizzativi interni alle imprese e le variazioni nella composizione per competenze della forza lavoro. È importante riconoscere che l'analisi della produttività è permeata da difficoltà di misurazione, in particolare per quanto riguarda la misurazione della PTF¹⁾.

Il rallentamento della produttività del lavoro nell'area dell'euro è osservabile indipendentemente dalla misura di input di lavoro adottata, ore lavorate o numero di occupati (cfr. figura A). Tuttavia, il calo tendenziale della media di ore lavorate nell'area dell'euro fa sì che la crescita della produttività media risulti in genere inferiore se misurata per occupato.

Lo schema standard di contabilità della crescita è utile per analizzare le determinanti immediate della produttività del lavoro²⁾. Al suo interno, la crescita della produttività del lavoro per ora

Figura A Crescita della produttività del lavoro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Groningen Growth and Development Centre (GGDC) ed elaborazioni della BCE.
Nota: le medie sono calcolate sui periodi 1980-89, 1990-95 e 1996-04 (stime del GGDC per il 2004).

1) Per quest'analisi sono stati utilizzati dati del Groningen Growth and Developments Centre (GGDC), disponibili sul sito Internet <http://www.ggdc.net>. I dati del GGDC si basano su fonti OCSE, ma comprendono anche elaborazioni aggiuntive (in particolare per tener conto di aggiustamenti qualitativi) che migliorano la comparabilità sul piano internazionale. Si noti che i periodi di tempo considerati nelle figure differiscono a causa della disponibilità dei dati.
2) Per un'analisi di tale schema, cfr. Musso, A. e Westermann, T. (2005): *Assessing potential output growth in the euro area - a growth accounting perspective*, Occasional Paper della BCE n. 22.

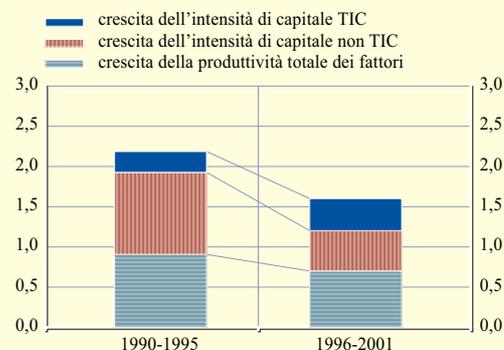
lavorata può essere suddivisa in due componenti: aumento dell'intensità di capitale, ossia crescita del rapporto tra servizi da capitale e ore lavorate totali, e crescita della PTF. I servizi da capitale possono essere ulteriormente suddivisi in servizi della tecnologia dell'informazione e della comunicazione (TIC) e altri servizi da capitale (non TIC). Per l'area dell'euro tale scomposizione segnala che la decelerazione della produttività del lavoro da metà degli anni novanta deriva principalmente da una minore intensità di capitale non TIC e, in misura inferiore, da una più bassa crescita della PTF (cfr. figura B). La minore intensità di capitale non TIC potrebbe a sua volta ricondursi al più elevato ritmo di creazione di posti di lavoro in quel periodo, grazie alla moderazione salariale e al progredire delle riforme mirate ad accrescere la partecipazione al mercato del lavoro. Pertanto, si è verificato un marcato spostamento verso un più intenso utilizzo del lavoro.

Nondimeno, l'andamento della produttività nell'area dell'euro potrebbe altresì riflettere l'utilizzo relativamente scarso di nuove tecnologie atte a migliorare la produttività. In particolare, la crescita della produttività è aumentata nei settori produttori di TIC, mentre è diminuita in altri settori dell'economia, compresi quelli a più alta intensità di TIC (cfr. figura C)³. Ciò contrasta con quanto osservato negli Stati Uniti, dove alcuni dei settori che fanno un uso più intensivo di TIC (quali il commercio al dettaglio e all'ingrosso e i servizi ausiliari all'intermediazione finanziaria) hanno segnato forti incrementi della produttività, forse collegati proprio all'uso più intensivo di TIC.

Questa analisi mostra come il calo nella crescita della produttività nell'area dell'euro possa essere in parte dovuto a un aumento nel grado di utilizzo del lavoro. Dal momento che un maggior utilizzo del lavoro accresce anche il PIL reale pro capite, inducendo così un miglioramento del tenore di vita, tale sviluppo può considerarsi positivo. Allo stesso tempo, al fine di incrementare la crescita della produttività nel più lungo termine, le politiche economiche dovrebbero altresì puntare a stimolare l'innovazione e a promuovere l'utilizzo di tecnologie atte a migliorare la produttività. L'incremento di produttività derivante dall'impiego di nuove tecnologie potrebbe poi essere accresciuto tramite politiche che concorrano ad aumentare la concorrenza sui mercati dei prodotti, agevolare le ristrutturazioni e accrescere il capitale umano.

Figura B Scomposizione della crescita della produttività oraria del lavoro

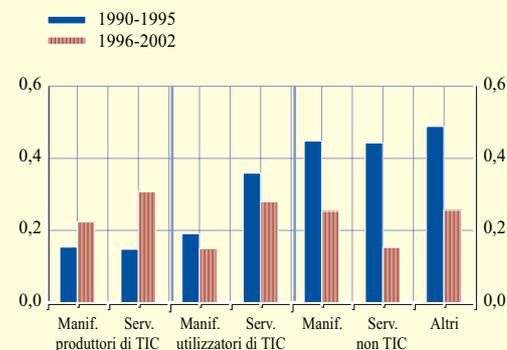
(contributi medi in punti percentuali annui)



Fonti: GGDC ed elaborazioni della BCE.
Nota: TIC fa riferimento alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione.

Figura C Contributi settoriali alla crescita della produttività media oraria del lavoro

(contributi in punti percentuali)



Fonti: GGDC ed elaborazioni della BCE.
Nota: i settori sono distinti in produttori di TIC, utilizzatori di TIC e non TIC sulla base della quota di servizi da capitale in TIC sul totale dei servizi da capitale di ciascun settore.

3) Questi risultati forniscono un aggiornamento e una conferma di quelli precedentemente presentati nell'articolo *Nuove tecnologie e produttività nell'area dell'euro* pubblicato nel numero di luglio 2001 di questo Bollettino.

Le attese per l'occupazione si sono generalmente stabilizzate negli ultimi mesi e continuano a segnalare il protrarsi di una modesta crescita dell'occupazione. Quanto al settore manifatturiero, le indagini della Commissione europea indicano che le aspettative rimangono sostanzialmente stabili, pur mostrando un lieve miglioramento, per il quarto trimestre del 2004 e i primi due mesi di quest'anno. Nello stesso periodo l'indice PMI relativo all'occupazione ha subito un graduale peggioramento, peraltro compensato da un netto miglioramento in febbraio. Le indagini della Commissione europea per il settore dei servizi indicano un peggioramento delle aspettative negli ultimi mesi, mentre il PMI per l'occupazione nei servizi segnala condizioni stabili dalla metà del 2004.

Nel complesso, i dati disponibili indicherebbero una crescita dell'occupazione sostanzialmente costante tra la fine del 2004 e l'inizio del 2005.

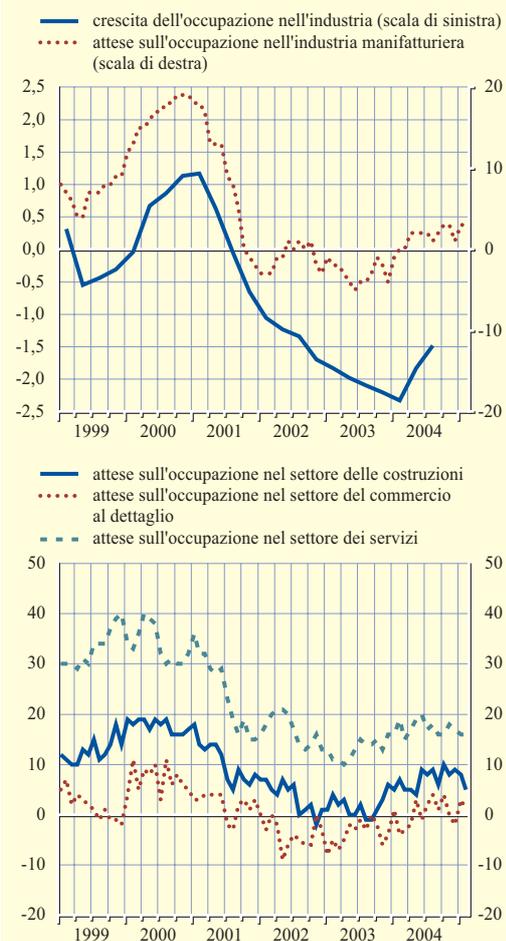
4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

La crescita del PIL in termini reali nel quarto trimestre del 2004 è stata deludente e sarebbe stata frenata sia da una correzione della variazione delle scorte sia da un ulteriore contributo negativo dell'interscambio commerciale netto. Inoltre, la crescita potrebbe aver risentito temporaneamente di una significativa correzione al ribasso imputabile alla valutazione degli effetti di calendario. Tuttavia, il rafforzamento della domanda interna, in particolar modo dei consumi, potrebbe indicare che l'attività economica nell'area avrebbe ripreso un certo slancio dal lato interno.

Le condizioni per il protrarsi della crescita economica dovrebbero permanere nel corso dell'anno e rafforzarsi ulteriormente nel 2006. Tale scenario è sostanzialmente condiviso dalle istituzioni internazionali e dai previsori del settore privato ed è confermato dalle proiezioni formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2005 (cfr. il riquadro 10 *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*). A livello esterno, l'espansione dell'interscambio mondiale dovrebbe rimanere vivace, sostenendo la crescita delle esportazioni dell'area nonostante lo scorso apprezzamento dell'euro. A livello interno, gli investimenti sono sostenuti dalle condizioni di finanziamento favorevoli e dall'elevata crescita degli utili societari, mentre i consumi dovrebbero aumentare sostanzialmente, in linea con un graduale incremento della crescita del reddito disponibile reale.

Figura 43 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e indagini congiunturali della Commissione Europea presso le famiglie e le imprese.
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

Il quadro, tuttavia, è caratterizzato da una serie di rischi. Dal lato esterno, l'elevato livello e la volatilità delle quotazioni petrolifere nonché il protrarsi degli squilibri a livello mondiale comportano rischi al ribasso per la crescita. Dal lato interno, l'andamento dei consumi è caratterizzato da incertezze, mentre le condizioni di finanziamento particolarmente favorevoli e il miglioramento degli utili societari potrebbero determinare una crescita degli investimenti più elevata di quanto attualmente previsto.

Riquadro 10

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE

Sulla base delle informazioni disponibili al 18 febbraio 2005, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹⁾.

L'esercizio previsivo si basa su una serie di ipotesi riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, le quotazioni petrolifere, il commercio internazionale al di fuori dell'area dell'euro e le politiche di bilancio. In particolare, viene adottata l'ipotesi tecnica che i tassi d'interesse di mercato a breve termine e i tassi di cambio bilaterali rimangano invariati nell'orizzonte temporale della proiezione, sui livelli prevalenti nelle due settimane fino all'8 febbraio. Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse a lungo termine e i prezzi del greggio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle attese del mercato osservate fino all'8 febbraio²⁾. Le ipotesi attinenti alle politiche fiscali si fondano sui programmi di bilancio nazionali dei paesi dell'area dell'euro e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti oppure definite in dettaglio e di probabile adozione nell'ambito del processo legislativo.

Per esprimere l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio dello scarto medio, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato.

Ipotesi relative al contesto internazionale

Nell'orizzonte di proiezione l'economia mondiale dovrebbe continuare a crescere a un ritmo sostenuto, sebbene più lento rispetto al 2004. L'espansione del PIL negli Stati Uniti rimarrebbe altresì vigorosa, anche se inferiore a quella osservata lo scorso anno, e quella nei paesi asiatici diversi dal Giappone dovrebbe mantenersi su livelli ben al di sopra della media mondiale, benché più bassi rispetto agli anni passati. Si assume che la crescita nelle altre grandi economie rimanga dinamica. Inoltre, ci si attende che i paesi entrati a far parte dell'Unione europea il 1° maggio 2004 continuino a registrare elevati tassi di espansione. Nel periodo considerato l'inflazione a livello mondiale dovrebbe aumentare lievemente con il procedere della crescita economica.

- 1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle stabilite dall'Eurosistema in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001.
- 2) Si assume pertanto che nell'orizzonte di proiezione i tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, si mantengano costanti su un livello del 2,14 per cento. L'ipotesi tecnica di invarianza dei tassi di cambio implica che il cambio euro/dollaro rimanga a 1,30 nel periodo di riferimento e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti più elevato dell'1,8 per cento rispetto alla media del 2004. Le attese del mercato riguardo ai rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano un lieve incremento, dal 3,7 per cento nella media del 2005 a quasi il 4,0 nel 2006. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare del 3,3 per cento nel 2005 e dell'1,5 nel 2006. In base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future*, si assume che in media d'anno le quotazioni petrolifere diminuiscano gradualmente a 42,2 dollari al barile nel 2006, da 44,7 dollari nel 2005.

Si stima che l'espansione del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si collochi, in media d'anno, intorno al 4,7 per cento nel 2005 e al 4,6 nel 2006. Il tasso di incremento della domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbe portarsi a circa l'8,0 per cento nel 2005 e il 7,4 l'anno seguente.

Proiezioni sulla crescita del PIL

La stima rapida dell'Eurostat relativa alla crescita del PIL dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2004 ³⁾ sul periodo precedente conferma un rallentamento dell'attività nella seconda parte dell'anno. Tuttavia, vi sono ragioni per ritenere che tale rallentamento sia di natura temporanea. In questo contesto, le proiezioni indicano un tasso di incremento del prodotto compreso, in media d'anno, fra l'1,2 e il 2,0 per cento nel 2005 e fra l'1,6 e il 2,6 per cento nel 2006. Ci si attende che l'espansione delle esportazioni, implicita nell'ipotesi di un protratto vigore della domanda esterna, continui a sostenere l'attività economica nel periodo considerato. La domanda interna e l'occupazione dovrebbero gradualmente rafforzarsi. Nel contempo, l'offerta di lavoro aumenterebbe a seguito delle migliori prospettive d'impiego e delle riforme strutturali del mercato del lavoro in vari paesi dell'area. Nel complesso, secondo le proiezioni, il tasso di disoccupazione inizierebbe a scendere nell'anno in corso.

Per quanto riguarda le componenti di spesa interna del PIL, i consumi privati dovrebbero rafforzarsi in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, la cui espansione sarà sostenuta dalla maggiore crescita dell'occupazione, dal calo dell'inflazione e dal contributo positivo di altre componenti di reddito, quali gli utili distribuiti. Tuttavia, ci si attende che il tasso di risparmio resti elevato a causa, fra l'altro, dei persistenti timori per l'andamento delle finanze pubbliche e le prospettive a più lungo termine per i sistemi sanitari e pensionistici. L'espansione degli investimenti totali mostrerebbe un recupero riconducibile principalmente agli investimenti delle imprese, che dovrebbero beneficiare delle favorevoli condizioni di credito e degli elevati utili societari. Gli investimenti privati nell'edilizia residenziale continuerebbero a crescere a un ritmo moderato nell'orizzonte di proiezione. Poiché la domanda interna stimolerà l'incremento delle importazioni, le esportazioni nette non dovrebbero fornire un contributo positivo all'espansione del PIL.

Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali) ¹⁾

	2004	2005	2006
IAPC	2,1	1,6-2,2	1,0-2,2
PIL in termini reali	1,8	1,2-2,0	1,6-2,6
Consumi privati	1,1	1,2-1,8	1,2-2,6
Consumi collettivi	1,5	0,7-1,7	0,6-1,6
Investimenti fissi lordi	1,7	1,6-4,2	2,1-5,3
Esportazioni (beni e servizi)	6,1	4,0-7,0	4,9-8,1
Importazioni (beni e servizi)	6,5	4,7-8,1	4,9-8,3

1) Gli intervalli di valori indicati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono basati sullo scarto medio assoluto fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati. Le proiezioni sul PIL si fondano su dati corretti per i giorni lavorativi.

3) Il tasso di incremento del quarto trimestre del 2004 è fortemente influenzato da un aggiustamento statistico verso il basso dovuto al numero eccezionalmente elevato di giornate lavorative di quel periodo.

Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Il tasso di incremento dello IAPC complessivo sarebbe compreso, in media d'anno, in un intervallo dell'1,6-2,2 per cento nel 2005 e dell'1,0-2,2 per cento nel 2006. Questa proiezione si fonda sulle ipotesi di un calo delle quotazioni petrolifere e di un minore contributo delle imposte indirette e dei prezzi amministrati nel 2005 e nel 2006, rispetto allo scorso anno.

Nel periodo in esame la crescita del reddito nominale per occupato dovrebbe rimanere moderata secondo le proiezioni, che si basano non solo sugli accordi salariali correnti e sul previsto miglioramento, appena modesto, delle condizioni del mercato del lavoro, ma anche sull'ipotesi secondo cui gli effetti di secondo impatto esercitati dal rincaro del greggio sui redditi nominali non siano significativi. Le proiezioni formulate per l'espansione del PIL e l'occupazione implicano un lento recupero della crescita della produttività del lavoro. A seguito degli andamenti delle retribuzioni e della produttività, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto resterebbe relativamente contenuto sia nel 2005 sia nel 2006.

Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2004

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel numero di dicembre 2004 del Bollettino, gli intervalli di valori riportati per il tasso di incremento del PIL dell'area dell'euro hanno subito una lieve correzione verso il basso sia per il 2005 sia per il 2006. Per quanto riguarda le ipotesi tecniche, le revisioni apportate rispetto all'esercizio di dicembre sono di entità modesta e hanno un'incidenza limitata. La modifica verso il basso relativa al 2005 riflette principalmente l'effetto di trascinamento derivante da una crescita più debole delle attese nel quarto trimestre dello scorso anno.

L'intervallo di valori relativo al tasso di incremento annuo dello IAPC per il 2005 si colloca entro l'intervallo indicato in dicembre, mentre per il 2006 rimane invariato.

Tavola B Confronto fra le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali)	2004	2005	2006
IAPC – marzo 2005	2,1	1,6-2,2	1,0-2,2
IAPC – dicembre 2004	2,1-2,3	1,5-2,5	1,0-2,2
PIL in termini reali – marzo 2005	1,8	1,2-2,0	1,6-2,6
PIL in termini reali – dicembre 2004	1,6-2,0	1,4-2,4	1,7-2,7

5 LA FINANZA PUBBLICA

L'andamento dei conti pubblici nel 2004 è stato insoddisfacente; gli aggiornamenti dei programmi di stabilità prevedono contenuti progressi nell'azione di risanamento per il 2005 e per gli anni successivi. In base ai programmi, il rapporto medio tra disavanzo e PIL nell'area dell'euro dovrebbe diminuire da quasi il 3 per cento nel 2004 all'1,3 per cento nel 2007. L'incidenza del debito sul PIL ricomincerà a diminuire, anche se a un ritmo molto lento. I progressi di risanamento previsti si basano in gran misura sul contenimento della spesa, che dovrebbe più che compensare ulteriori riduzioni delle imposte. Ci si attende che tutti i paesi dell'area, tranne uno, riducano il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2005. Alcuni paesi che presentano ancora squilibri di bilancio prevedono strategie di risanamento poco ambiziose e quindi non riusciranno, in molti casi, a conseguire posizioni prossime al pareggio o in avanzo nell'orizzonte di previsione. Esistono inoltre alcuni elementi di rischio associati a ipotesi di crescita ottimistiche, a inadeguate definizioni delle misure di intervento e al concentrarsi degli sforzi di aggiustamento verso la fine dell'orizzonte di previsione. Mancano inoltre riforme strutturali di ampio respiro che promuovano composizioni e livelli di spesa e tassazione più favorevoli alla crescita, oltre che sistemi di sicurezza sociale sostenibili.

ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2004

Secondo i dati degli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati dai paesi membri dell'area alla fine del 2004, l'andamento dei conti pubblici nell'anno è stato deludente. Il rapporto tra disavanzo delle Amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile, al 2,8 per cento nel 2004 (cfr. tavola 9), confermando in generale le previsioni autunnali della Commissione europea (cfr. tavola 11 nel numero di dicembre 2004 di questo Bollettino). Ci si attende che il rapporto tra disavanzo e PIL per il complesso dell'area dell'euro sia di circa ½ punto percentuale superiore all'obiettivo medio fissato dai precedenti aggiornamenti dei programmi di stabilità.

Gli andamenti a livello dell'area riflettono il permanere di squilibri di bilancio in molti paesi membri. La metà dei paesi dovrebbe registrare scostamenti relativamente ampi rispetto agli obiettivi di bilancio iniziali (oltre ½ punto percentuale di PIL). Tre paesi hanno registrato rapporti disavanzo/PIL superiori al limite del 3 per cento e in altri tre casi si stima che i disavanzi siano molto prossimi o pari a tale livello.

L'andamento negativo dei conti pubblici dell'area nel 2004 rispetto al 2003 è principalmente riconducibile al fatto che il lieve inasprimento delle politiche di bilancio, previsto dai programmi iniziali dei paesi membri, non si è realizzato. Nonostante la crescita sia stata ampiamente in linea con le previsioni, l'andamento delle entrate ha risentito dell'andamento debole dei consumi privati. Tuttavia, gran parte del mancato risanamento è dovuto a tagli di imposte e al graduale venir meno degli effetti di precedenti misure temporanee, non pienamente sostituite da altri interventi. Nondimeno, i dati per il 2004 contenuti nei programmi di stabilità indicano, per la prima volta negli ultimi anni, un lieve progresso nel contenimento della spesa.

Secondo i più recenti aggiornamenti dei programmi di stabilità, il rapporto medio tra debito e PIL nell'area è leggermente cresciuto nel 2004 – al 71,1 per cento – anziché diminuire come previsto. In sette paesi tale rapporto è superiore al 60 per cento e, fra questi, in tre è vicino o superiore al 100 per cento.

PIANI DI BILANCIO FRA IL 2005 E IL 2007-08

In media gli aggiornamenti dei programmi di stabilità prevedono un miglioramento continuo, ma moderato, dei saldi di bilancio nell'area per il 2005 e oltre, sostenuto dal rafforzamento dell'attività

Tavola 9 Aggiornamenti dei programmi di stabilità dei paesi dell'area dell'euro

	Tasso percentuale di crescita del PIL in termini reali					Saldo di bilancio (in percentuale del PIL)					Debito pubblico (in percentuale del PIL)				
	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008
Belgio															
Aggiornamento del programma (nov. 2003)	1,8	2,8	2,5	2,1		0,0	0,0	0,0	0,3		97,6	93,6	90,1	87,0	
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	2,4	2,5	2,5	2,1	2,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	96,6	95,5	91,7	88,0	84,2
Germania															
Aggiornamento del programma (gen. 2004) ¹⁾	1,7	2¼	2¼	2¼		-3¼	-2½	-2	-1½		65	65½	65½	65	
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	1,8	1,7	1¾	2	2	-3¼	-2,9	-2½	-2	-1½	65½	66	66	65½	65
Grecia															
Aggiornamento del programma (dic. 2003)	4,2	4,0	3,8			-1,2	-0,5	0,0			98,5	94,6	90,5		
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	3,7	3,9	4,0	4,2		-5,3	-2,8 ²⁾	-2,6	-2,5		112,1	109,5	106	102,5	
Spagna															
Aggiornamento del programma (gen. 2004)	3,0	3,0	3,0	3,0		0,0	0,1	0,2	0,3		49,6	47,7	45,7	43,8	
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	2,6	2,9	3,0	3,0	3,0	-0,8	0,1	0,2	0,4	0,4	49,1	46,7	44,3	42,0	40,0
Francia															
Aggiornamento del programma (dic. 2003)	1,7	2,5	2,5	2,5		-3,6	-2,9	-2,2	-1,5		62,8	63,2	62,8	61,8	
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	-3,6	-2,9	-2,2	-1,6	-0,9	64,8	65,0	64,6	63,6	62,0
Irlanda															
Aggiornamento del programma (dic. 2003)	3,3	4,7	5,2			-1,1	-1,4	-1,1			33,3	33,5	33,3		
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	5,3	5,1	5,2	5,4		0,9	-0,8	-0,6	-0,6		30,5	30,1	30,1	30,0	
Italia															
Aggiornamento del programma (nov. 2003)	1,9	2,2	2,5	2,6		-2,2	-1,5	-0,7	0,0		105,0	103,0	100,9	98,6	
Aggiornamento del programma (nov. 2004)	1,2	2,1	2,2	2,3	2,3	-2,9	-2,7	-2,0	-1,4	-0,9	106,0	104,1	101,9	99,2	98,0
Lussemburgo															
Aggiornamento del programma (nov. 2003)	2,0	3,0	3,8			-1,8	-2,3	-1,5			5,2	5,0	4,4		
Aggiornamento del programma (nov. 2004)	4,4	3,8	3,3	4,3		-1,4	-1,0	-0,9	-1,0		5,0	5,0	4,6	4,5	
Paesi Bassi															
Aggiornamento del programma (ott. 2003)	1	2½	2½	2½		-2,3	-1,6	-0,9	-0,6		54,5	53,7	53,0	52,2	
Aggiornamento del programma (nov. 2004)	1¼	1½	2½	2½		-3,0	-2,6	-2,1	-1,9		56,3	58,1	58,6	58,3	
Austria															
Aggiornamento del programma (nov. 2003)	1,9	2,5	2,5	2,4		-0,7	-1,5	-1,1	-0,4		65,8	64,1	62,3	59,9	
Aggiornamento del programma (nov. 2004)	1,9	2,5	2,5	2,2	2,4	-1,3	-1,9	-1,7	-0,8	0,0	64,2	63,6	63,1	61,6	59,1
Portogallo															
Aggiornamento del programma (dic. 2003)	1,0	2,5	2,8	3,0		-2,8	-2,2	-1,6	-1,1		60,0	59,7	58,6	57,0	
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	1,0	2,4	2,7	2,8		-2,9	-2,8	-2,5	-1,8		62,0	63,1	62,7	61,4	
Finlandia															
Aggiornamento del programma (nov. 2003)	2,7	2,5	2,4	2,4		1,7	2,1	2,1	2,2		44,7	44,9	45,0	44,6	
Aggiornamento del programma (nov. 2004)	3,2	2,8	2,4	2,2	2,0	2,0	1,8	2,1	2,2	2,0	44,6	43,4	42,5	41,7	41,1
Area dell'euro³⁾															
Aggiornamento del programma (2003-04)	1,9	2,5	2,6	2,5		-2,4	-1,8	-1,3	-0,8		70,1	69,5	68,5	67,6	
Aggiornamento del programma (2004-05)	2,0	2,3	2,4	2,4	2,3	-2,8	-2,2	-1,8	-1,3	-0,8	71,1	70,7	69,7	68,3	68,1

Fonti: aggiornamenti dei programmi di stabilità (2003-04 e 2004-05) ed elaborazioni della BCE.

1) L'aggiornamento del programma di stabilità è stato consegnato nel dicembre 2003 ed è stato sottoposto a ulteriore aggiornamento nel gennaio 2004.

2) Il 17 febbraio 2005 il Consiglio Ecofin ha adottato una delibera in cui chiede alla Grecia, in ottemperanza con l'articolo 104, paragrafo 9, del Trattato che istituisce la Comunità europea, di presentare un rapporto che illustri i piani di consolidamento compatibili con la riduzione del disavanzo al di sotto della soglia del 3% del PIL entro il 2006, anziché il 2005.

3) L'aggregato per l'area dell'euro è calcolato come media ponderata dei dati disponibili per i singoli paesi.

economica e da una ripresa degli sforzi di risanamento. Secondo tali previsioni, il rapporto disavanzo/PIL nell'area dell'euro dovrebbe diminuire di circa $\frac{1}{2}$ punto percentuale, al 2,2 per cento nel 2005, a fronte di un lieve calo del rapporto debito/PIL nello stesso anno, al 70,7 per cento.

I piani di bilancio implicano una politica fiscale moderatamente restrittiva a livello dell'area nel 2005, mentre gli effetti del ciclo economico sull'evoluzione dei saldi dovrebbero essere lievemente favorevoli. Gli sforzi di riduzione del disavanzo previsti variano considerevolmente da paese a paese e sono più significativi per i paesi in disavanzo eccessivo o con squilibri rilevanti.

Nelle previsioni, il risanamento dei conti pubblici si basa ampiamente sul contenimento della spesa primaria, mediante la riduzione dei consumi pubblici e la riforma della previdenza sociale. In alcuni paesi, gli sforzi di risanamento strutturale previsti sono superiori a quelli suggeriti dalle cifre complessive del programma, data la necessità di compensare parzialmente il venir meno degli effetti di misure temporanee passate. Alcuni paesi intendono attuare ulteriori riduzioni delle imposte e, nella maggior parte dei casi, prevedono di garantire la copertura finanziaria di tali misure mediante tagli alla spesa.

Nonostante i miglioramenti previsti, nel 2005 permarranno significativi squilibri di bilancio a livello sia di area sia di singoli paesi. Fra i paesi attualmente sottoposti alla procedura di disavanzo eccessivo, Germania, Francia e Paesi Bassi hanno confermato l'impegno a ridurre il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2005. Una riduzione al di sotto del 3 per cento nel 2005 era prevista anche dall'originario aggiornamento del programma di stabilità della Grecia. Tuttavia, con decisione del Consiglio Ecofin, tale paese è stato invitato a presentare, entro il 21 marzo 2005, un rapporto in cui vengano delineati piani di risanamento coerenti con una riduzione del disavanzo al di sotto del 3 per cento al più tardi nel 2006. Per quanto riguarda i paesi con squilibri rilevanti ma non in disavanzo eccessivo, gli obiettivi presentati da Italia e Portogallo indicano una correzione modesta del rapporto disavanzo/PIL, che resta su livelli molto prossimi al 3 per cento.

Le previsioni sui disavanzi per il 2005 comprese nei programmi di stabilità appaiono più ottimistiche di quelle pubblicate in autunno dalla Commissione. Tale differenza riflette principalmente le misure aggiuntive approvate in alcuni paesi dopo la pubblicazione delle previsioni della Commissione. In alcuni paesi, inoltre, i saldi di bilancio beneficeranno di un modesto contributo positivo dovuto all'andamento macroeconomico, più favorevole di quanto atteso lo scorso autunno.

Per il periodo successivo al 2005, i programmi prevedono ulteriori contenuti progressi nel risanamento dei conti pubblici, all'interno di un contesto economico favorevole. L'orientamento delle politiche fiscali dovrebbe mantenersi restrittivo, soprattutto nei paesi affetti da squilibri di bilancio, mediante azioni di contenimento della spesa. Un'espansione dell'attività economica a un tasso uguale o superiore al potenziale fornirà un contributo alla riduzione dei disavanzi. Ci si attende che il rapporto disavanzo/PIL nell'area diminuisca a un ritmo di $\frac{1}{2}$ punto percentuale all'anno nell'orizzonte di previsione. Nondimeno, nel 2007, nonostante diversi anni di crescita favorevole, il disavanzo medio nell'area sarà ancora superiore all'1 per cento, principalmente a causa di alcuni tra i principali paesi dell'area, che continuano a indicare disavanzi considerevoli nell'orizzonte di previsione.

Nel complesso l'obiettivo di disavanzo di medio termine previsto dagli aggiornamenti dei programmi di stabilità è meno ambizioso di quello indicato nella precedente tornata di programmi di

stabilità. Ciò, tuttavia, è interamente riconducibile agli sconfinamenti del disavanzo nel 2004, dato che negli anni successivi lo sforzo di aggiustamento previsto resta sostanzialmente invariato.

VALUTAZIONE DEI PIANI DI MEDIO TERMINE

I programmi di stabilità devono essere valutati a fronte dei criteri previsti dal Trattato che istituisce la Comunità europea e dal Patto di stabilità e crescita. L'obiettivo prioritario è di evitare – o comunque correggere tempestivamente – i disavanzi eccessivi. Il Patto di stabilità e crescita impone inoltre che i paesi raggiungano posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo nel medio termine in modo da rafforzare la sostenibilità dei conti pubblici e creare margini di sicurezza sufficienti per il pieno funzionamento degli stabilizzatori automatici. Ai sensi dell'accordo dell'Eurogruppo dell'ottobre 2002, il conseguimento di tale obiettivo in un periodo di tempo adeguato richiede un risanamento di almeno lo 0,5 per cento del PIL all'anno. I piani di bilancio devono basarsi su ipotesi macroeconomiche realistiche e misure di intervento ben definite. Per quanto riguarda la natura dell'aggiustamento, gli Indirizzi di massima per le politiche economiche per il 2003-05 e il loro aggiornamento del 2004 esortano i paesi a progredire con le riforme strutturali, creando finanze pubbliche più sostenibili e favorevoli alla crescita. Tali impegni istituzionali e indirizzi per le politiche di bilancio mirano a tutelare la fiducia nella solidità delle finanze pubbliche e, quindi, la stabilità macroeconomica.

In questo contesto, l'ultima tornata di aggiornamenti dei programmi di stabilità rappresenta un lieve progresso, anche se permangono motivi di preoccupazione. Le previsioni indicano una riduzione continua del disavanzo medio dell'area, a fronte tuttavia di un risanamento dei conti pubblici troppo lento; quindi, alla fine dell'orizzonte di previsione, nonostante tre anni di crescita uguale o superiore a quella potenziale, l'area dell'euro nel suo complesso registrerà ancora un disavanzo consistente. Inoltre, le previsioni indicano un calo solo marginale del rapporto medio fra debito e PIL, che resta prossimo al 70 per cento. Il rischio è, quindi, che i paesi membri non sfruttino in misura adeguata le condizioni economiche favorevoli previste per risanare i conti pubblici, ripetendo quindi gli errori commessi in occasione dello scorso periodo di ripresa economica.

I dati relativi all'area dell'euro nel suo insieme sono la sintesi di andamenti molto diversi fra gli Stati membri (cfr. tavola 10 per una sintesi dei pareri del Consiglio Ecofin sugli aggiornamenti dei programmi di stabilità). Fra gli sviluppi positivi, ci si attende che tutti i paesi con disavanzo eccessivo, tranne uno, lo correggano nel 2005 e che un numero ridotto di paesi mantenga o consegua posizioni di bilancio solide nel medio termine. Tuttavia, l'obiettivo di posizioni prossime al pareggio o in avanzo non verrà conseguito nell'orizzonte di previsione da almeno la metà dei paesi. In diversi casi, la realizzazione dei piani di bilancio dipende da scenari macroeconomici relativamente ottimistici. Inoltre, nei paesi che presentano squilibri di bilancio, il conseguimento degli obiettivi di medio termine non dipende soltanto del contesto macroeconomico, ma richiede anche una completa e tempestiva definizione e attuazione delle misure di risanamento.

Permangono inoltre diversi aspetti problematici per quanto riguarda la sostenibilità dei conti pubblici e le prospettive di miglioramento del quadro economico. L'incidenza della spesa e delle entrate sul PIL restano elevati in gran parte dell'area, così come il debito e le passività implicite connesse all'invecchiamento della popolazione. Anche se diversi paesi membri prevedono di fare nuovi passi in avanti nel riformare i propri sistemi di previdenza sociale, in alcuni casi le riforme sembrano mancare di ambizione, concretezza e completezza. È pertanto necessario compiere ulteriori importanti progressi per accrescere il potenziale di crescita dell'area e prepararsi agli effetti sui bilanci dell'evoluzione demografica, in linea con gli obiettivi del programma di Lisbona e degli Indirizzi di massima per le politiche economiche.

Tavola 10 Valutazioni del Consiglio sugli aggiornamenti dei programmi di stabilità ¹⁾

	Disavanzo eccessivo	Prossimità al pareggio	Ipotesi macroeconomiche	Aderenza agli Indirizzi di massima e all'accordo dell'Eurogruppo	Rischio che il deficit superi il 3% nel 2005 o successivamente	Rischi di bilancio di lungo periodo
Belgio (2005-08)	No	Sì, in ciascun anno del periodo	Sconta previsioni di crescita plausibili	Sostanzialmente conforme agli Indirizzi	No, in presenza di normali fluttuazioni cicliche	Sembrano esserci alcuni rischi connessi al livello del debito non consolidato
Germania (2005-08)	Obiettivo di correzione del disavanzo nel 2005	Non fino al 2008	Le previsioni di crescita nel 2005 appaiono ottimistiche; lo scenario appare plausibile in seguito	In parte conforme agli Indirizzi. La correzione annua dei saldi è inferiore a ½ punto percentuale del PIL nel 2007 e 2008 e soggetta a rischi	L'orientamento di bilancio non sembra garantire margini di sicurezza sufficienti in presenza di normali fluttuazioni cicliche prima del 2008	Sembrano esserci alcuni rischi. La sostenibilità di lungo periodo dipende in maniera determinante dal raggiungimento del consolidamento di bilancio pianificato nel medio termine e dalla riduzione del debito
Spagna (2005-08)	No	Sì, in ciascun anno del periodo	Relativamente ottimistiche	In parte conforme agli Indirizzi. La riforma auspicata del sistema pensionistico pubblico non è stata ancora implementata	No, in presenza di normali fluttuazioni cicliche	Posizione relativamente favorevole, ma sono necessarie misure supplementari, in particolare la riforma del sistema pensionistico
Francia (2005-08)	Obiettivo di correzione del disavanzo nel 2005	Non fino al 2008	Sembra scontare previsioni di crescita plausibili	In parte conforme agli Indirizzi. Non è previsto il pieno raggiungimento di una posizione di bilancio prossima al pareggio nel periodo considerato del programma	L'orientamento di bilancio non sembra garantire margini di sicurezza sufficienti in presenza di normali fluttuazioni cicliche prima del 2007	Sembrano esserci alcuni rischi. Sono necessarie ulteriori riforme e consolidamenti di bilancio negli anni a venire
Irlanda (2005-07)	No	Sì, in ciascun anno del periodo	Sembra scontare previsioni di crescita plausibili	Sostanzialmente conforme agli Indirizzi	No, in presenza di normali fluttuazioni cicliche	Sembra essere in una posizione relativamente favorevole
Italia (2005-08)	No	Non fino al 2008	Sembra scontare previsioni di crescita abbastanza ottimistiche	In parte conforme agli Indirizzi. Il programma non prevede una posizione di bilancio prossima al pareggio o in attivo	Nel 2005 e 2006 l'orientamento di bilancio non sembra garantire margini di sicurezza sufficienti in presenza di normali fluttuazioni cicliche	Sembrano esserci alcuni rischi. Se la riforma delle pensioni e gli obiettivi di bilancio fossero pienamente conseguiti, potrebbe trovarsi in una posizione relativamente favorevole
Lussemburgo (2005-07)	No	Sì, in ciascun anno del periodo	Sembra scontare previsioni di crescita plausibili	-	L'orientamento di bilancio sembra garantire margini di sicurezza sufficienti in presenza di normali fluttuazioni cicliche	Sembra essere in una posizione relativamente favorevole
Paesi Bassi (2005-07)	No	Non fino al 2007	Sostanzialmente plausibili	In parte conforme agli Indirizzi. Non viene previsto un miglioramento verso posizioni di bilancio prossime al pareggio dopo il 2005	Nel 2006 e 2007 l'orientamento di bilancio non sembra garantire margini di sicurezza sufficienti in presenza di normali fluttuazioni cicliche	Sembra essere in una posizione relativamente favorevole con riguardo alla sostenibilità di lungo periodo
Austria (2005-08)	No	No, eccetto nel 2008	Realistiche, ma sembrano alquanto ottimistiche nel 2007-2008	In parte conforme agli Indirizzi; il saldo corretto per gli effetti del ciclo peggiora nettamente nel 2005	No, in presenza di normali fluttuazioni cicliche	Sembra essere in una posizione relativamente favorevole
Finlandia (2005-08)	No	Sì, in ciascun anno del periodo	Sembra scontare previsioni di crescita alquanto caute	Sostanzialmente conforme agli Indirizzi	No, nel caso di normali fluttuazioni cicliche	Sembra essere in una posizione relativamente favorevole con riguardo alla sostenibilità di lungo periodo

1) Valutazioni formulate in occasione delle riunioni del Consiglio Ecofin del 18 gennaio, 17 febbraio e dell'8 marzo 2005 sui programmi presentati dai paesi alla fine del 2004.

STRATEGIE DEI PAESI E RISCHI PRINCIPALI

L'analisi degli aggiornamenti dei programmi di stabilità dei quattro paesi che nel 2004 risultavano in una posizione di disavanzo eccessivo presenta un quadro relativamente disomogeneo. Germania e Francia prevedono di ridurre i rispettivi disavanzi al 3 per cento del PIL, o lievemente al di sotto di tale valore di riferimento, limitandosi quindi solo a rispettare gli impegni assunti. I Paesi Bassi intendono raggiungere un disavanzo lievemente inferiore al 3 per cento. Ciò è positivo. Tuttavia, nei primi due paesi, anche se significative misure temporanee potranno contribuire al raggiungimento degli obiettivi prefissati, la situazione di bilancio resterà molto vulnerabile. Nel medio termine, tutti e tre i paesi prevedono di progredire molto lentamente verso posizioni prossime al pareggio o in avanzo, e di non conseguire tale obiettivo entro il 2007.

Nel caso della Grecia, il Consiglio Ecofin ha deciso, ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 8, del Trattato, che le misure assunte per la correzione del disavanzo eccessivo nel 2005 non sono state sufficienti, risultando nella non osservanza della raccomandazione del Consiglio ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 7. Successivamente, il Consiglio ha adottato una decisione ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 9, in cui invita la Grecia a prendere misure per porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo, spostando tuttavia la scadenza per il conseguimento di tale risultato dal 2005 al 2006.

È importante e positivo che la procedura di disavanzo eccessivo relativa alla Grecia abbia raggiunto tale stadio. Ciò riflette la volontà della Commissione e del Consiglio di seguire le misure procedurali oltre i limiti raggiunti in passato. Tuttavia, l'aver rimandato la scadenza per la correzione del disavanzo eccessivo è motivo di preoccupazione, in quanto fissa degli obiettivi meno ambiziosi di quelli previsti dalla Grecia stessa nel proprio bilancio per il 2005 e spinge al limite il margine per l'interpretazione delle regole e delle procedure. Ciò potrebbe avere implicazioni sfavorevoli per la credibilità del quadro di riferimento delle politiche di bilancio, anche in considerazione del fatto che il caso specifico è caratterizzato da gravi problemi di trasparenza, da importanti revisioni dei dati e dall'adozione di politiche eccessivamente espansive nel 2004. È necessario evitare che tali misure creino una situazione di azzardo morale, trasmettendo ai paesi la sensazione che gli squilibri debbano solo essere abbastanza rilevanti per ottenere una scadenza più lontana per la loro correzione. Ciò sarebbe in contrasto con il Patto, che mira a scoraggiare i disavanzi eccessivi e comunque, qualora si verificano, a imporre una loro tempestiva correzione. Inoltre, allungare i tempi per la correzione del disavanzo potrebbe risultare controproducente, se ciò consente un ritardo nell'attuazione di ambiziose riforme e crea timori circa la solidità delle finanze pubbliche, danneggiando la fiducia.

È pertanto necessario che i paesi con disavanzo eccessivo si attivino per rispettare gli impegni. Le entrate superiori alle attese associate a una crescita più vigorosa del previsto o ad altri fattori dovranno essere utilizzate per accelerare la riduzione del disavanzo. Inoltre, tutti i paesi membri dovranno conseguire una posizione prossima al pareggio o in avanzo entro la fine dell'orizzonte di previsione. I piani di bilancio devono basarsi su scenari macroeconomici realistici e su misure di risanamento sufficientemente ambiziose e ben definite, in modo da ridurre al minimo il rischio di nuovi o persistenti disavanzi elevati. Un'ambiziosa azione di risanamento non produce necessariamente un impatto sfavorevole sull'attività economica se si iscrive in una strategia di riforma di ampio respiro. Quest'ultima non dovrebbe affrontare solo i disavanzi elevati, ma anche i problemi associati a regimi di imposizione con forti effetti distorsivi, all'inefficienza nei livelli e nei profili di spesa e alle elevate passività implicite associate all'invecchiamento della popolazione.

Diversi altri paesi, fra cui l'Italia e il Portogallo, presentano squilibri di bilancio rilevanti. Poiché questi paesi prevedono una progressiva eliminazione delle misure temporanee, senza tuttavia che i piani di bilancio indichino una sufficiente azione di risanamento, almeno in alcuni anni, il rischio di

disavanzo eccessivo resta elevato nel breve termine. Ammesso che posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo vengano effettivamente raggiunte, ciò avverrà solo verso la fine dell'orizzonte di previsione. Inoltre, il raggiungimento degli obiettivi di bilancio è soggetto a diversi elementi di rischio, principalmente riconducibili a ipotesi ottimistiche sulla crescita, all'inadeguata definizione delle misure di aggiustamento e al fatto che queste avranno effetti solo verso la fine dell'orizzonte di previsione. Tali paesi dovranno effettuare gli interventi in modo tempestivo e attuare con cura i propri bilanci, prevedendo margini di sicurezza sufficienti affinché gli stabilizzatori automatici possano funzionare liberamente senza che venga superato il limite del 3 per cento. Sono inoltre necessari progressi sufficientemente rapidi verso il raggiungimento di posizioni di bilancio solide e la riduzione del rapporto debito/PIL, tenendo conto che il risanamento dei conti pubblici dovrebbe essere inserito in una strategia di riforma credibile e che promuove la fiducia.

Gli altri paesi membri devono mantenere posizioni di bilancio solide attuando riforme strutturali, se necessario. Ciò contribuirà a rafforzare la sostenibilità delle finanze pubbliche, promuovendo nello stesso tempo le prospettive per una vigorosa crescita economica nel lungo termine. In tale contesto, la stabilità economica può essere sostenuta senza rischi dall'operare degli stabilizzatori automatici.

6 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

6.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo alcuni movimenti iniziali nella direzione opposta, in febbraio l'euro si è lievemente apprezzato rispetto a tutte le principali valute. In termini ponderati in base all'interscambio, l'apprezzamento è stato particolarmente pronunciato nei confronti dello yen giapponese e del dollaro statunitense. Nell'insieme, il 2 marzo il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica risultava quasi invariato rispetto alla fine di gennaio e superiore dell'1,3 per cento alla media del 2004.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

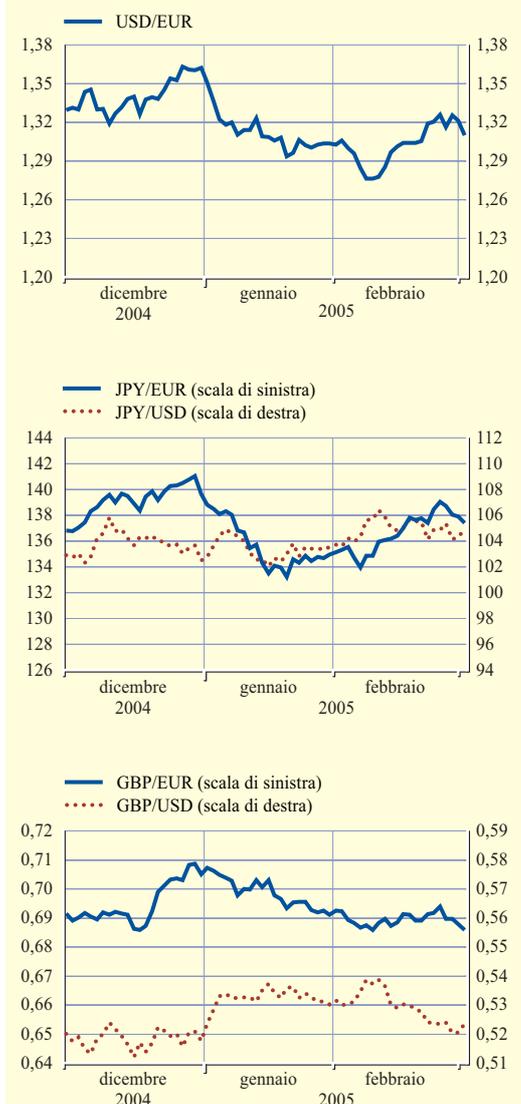
Rispetto al dollaro statunitense, l'euro si è deprezzato nella prima metà di febbraio per poi apprezzarsi nella parte rimanente del mese e chiudere il periodo – il 2 marzo – su un livello lievemente superiore a quello di fine gennaio (cfr. figura 44). Queste fluttuazioni, che hanno riflesso andamenti analoghi del cambio del dollaro con le altre principali valute, sarebbero connesse a un cambiamento della valutazione degli operatori relativa ai canali e al ritmo di una possibile correzione del disavanzo corrente statunitense. Più nel dettaglio, il rafforzamento del dollaro sull'euro e altre valute principali nella prima metà di febbraio sembrerebbe riconducibile all'attenuarsi dei timori per gli squilibri esterni degli Stati Uniti dopo le dichiarazioni rassicuranti delle autorità statunitensi dalle quali traspariva la volontà di affrontare più attivamente il problema del disavanzo di bilancio. Nel prosieguo del mese, tuttavia, l'ottimismo iniziale circa le prospettive per il conto corrente e la politica di bilancio degli Stati Uniti è parso trasformarsi in un atteggiamento più cauto da parte degli operatori. Assieme alle notizie che segnalavano l'intenzione delle banche centrali asiatiche di diversificare le proprie riserve ufficiali, questi rinnovati timori hanno pesato sulla moneta americana soprattutto verso la fine di febbraio. Nel complesso, il 2 marzo l'euro si situava a 1,31 dollari, un valore superiore dello 0,5 per cento a quello di fine gennaio e del 5,3 per cento alla media del 2004.

YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo aver fluttuato entro intervalli piuttosto ristretti, a partire dalla seconda metà di febbraio lo yen giapponese si è deprezzato rispetto all'euro. Questo andamento ha inizialmente riflesso un indebolimento più generale della moneta nipponica, apparentemente connesso alle minori attese di un

Figura 44 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

aumento a breve della flessibilità del tasso di cambio del renminbi cinese. Verso la fine del periodo in rassegna, la flessione dello yen rispetto all'euro si è accentuata a seguito di notizie che segnalavano per il Giappone una crescita negativa del PIL in termini reali negli ultimi tre trimestri del 2004. Il 2 marzo l'euro è stato quotato a 137,4 yen, un livello superiore dell'1,8 per cento a quello di fine gennaio e del 2,2 per cento alla media del 2004.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

All'interno degli AEC II, la corona danese e il tallero sloveno hanno oscillato entro intervalli estremamente ristretti in prossimità delle rispettive parità centrali (cfr. figura 45). In linea con gli impegni unilaterali assunti da Estonia e Lituania a mantenere *currency board* coerenti con i margini di oscillazione standard degli AEC II, la corona estone e il litas lituano sono rimasti invariati rispetto alla loro parità centrale.

Per ciò che riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE, in febbraio l'euro si è lievemente deprezzato sulla sterlina britannica nel contesto di alcune oscillazioni di breve periodo riconducibili soprattutto alla pubblicazione di dati contrastanti che indicavano da un lato una dinamica robusta della produzione industriale britannica in dicembre e dall'altro l'andamento stagnante della domanda dei consumatori. Il 2 marzo l'euro è stato scambiato a 0,69 sterline, un valore inferiore dello 0,8 per cento a quello di fine gennaio e superiore dell'1,1 per cento alla media del 2004. Nel mese di febbraio la moneta unica ha continuato a indebolirsi nei confronti dello zloty polacco (-4,2 per cento) e della corona ceca (-1,6 per cento), rispetto ai quali è scesa a minimi da due anni, oltreché in rapporto al fiorino ungherese (-1,4 per cento), alla corona slovacca (-0,8 per cento) e alla corona svedese (-0,5 per cento). Allo stesso tempo è rimasta sostanzialmente invariata sulla sterlina cipriota, il lat lettone e la lira maltese.

ALTRE VALUTE

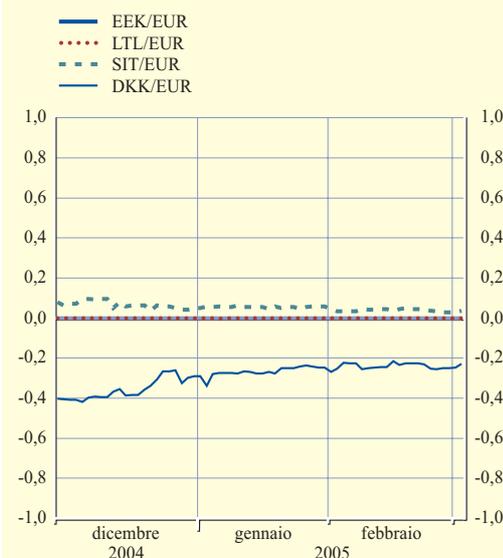
Con riferimento ad altre valute, tra la fine di gennaio e il 2 marzo l'euro ha perso lo 0,4 per cento contro il franco svizzero. Altri andamenti di rilievo nel periodo hanno riguardato l'apprezzamento della moneta unica nei confronti del dollaro canadese (0,7 per cento) e il suo deprezzamento sul nuovo dollaro di Taiwan e il won coreano (in misura rispettivamente pari al 2,3 e all'1,3 per cento). Benché abbia in parte rappresentato la prosecuzione di una tendenza generale che ha visto le due valute asiatiche apprezzarsi sul dollaro fin dalla seconda metà del 2004, quest'ultimo andamento ha anche riflesso le speculazioni circa la possibile iniziativa di alcune banche centrali dell'Asia di modificare la composizione per valute delle proprie riserve ufficiali.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 2 marzo il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, si situava a un livello pressoché invariato rispetto a quello di fine gennaio e superiore dell'1,3 per cento rispetto alla media del 2004 (cfr. figura 46). Tale apprezza-

Figura 45 Tassi di cambio negli AEC II

(dati giornalieri; deviazione dalla parità centrale in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono $\pm 2,25\%$; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di $\pm 15\%$.

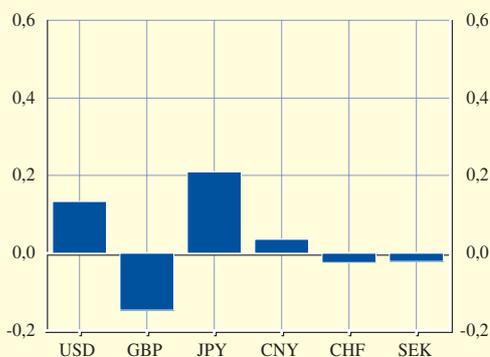
Figura 46 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 31 gennaio 2005 al 2 marzo 2005 (in punti percentuali)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

2) I contributi alle variazioni del TCE-23 sono riportati soltanto per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascuno di essi nell'indice TCE-23.

dell'euro. In febbraio l'indice del tasso di cambio effettivo reale calcolato in base all'evoluzione dei prezzi al consumo era superiore dell'1,3 per cento alla propria media del 2004, mentre quello ottenuto a partire dagli andamenti dei prezzi alla produzione risultava più elevato dell'1,2 per cento.

6.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel quarto trimestre del 2004 il valore delle esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro è aumentato dello 0,5 per cento. Quello delle importazioni è invece cresciuto dell'1,2 per cento, in

Figura 47 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale¹⁾

(valori mensili/trimestrali; numeri indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-23 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a febbraio 2005 (al 3° trimestre 2004 per il TCE-23 reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

mento in termini effettivi è stato determinato dal rafforzamento dell'euro nei confronti dello yen giapponese, del dollaro statunitense e del renminbi cinese (valute con un peso relativamente elevato nel paniere dei tassi di cambio effettivi ponderati in base all'interscambio), solo lievemente controbilanciato dal suo indebolimento sulla sterlina britannica e sullo zloty polacco.

I tassi di cambio effettivi reali dell'euro – misurati in base a diversi indici di costo e di prezzo – hanno seguito da vicino l'indice nominale (cfr. figura 47). I dati più recenti indicano che, dopo essere rimasti relativamente stabili fra maggio e settembre del 2004, negli ultimi tre mesi dell'anno tali tassi sono aumentati soprattutto a causa dell'apprezzamento della moneta unica. Ciò ha ridotto la competitività di prezzo delle imprese dell'area

calo rispetto alla dinamica sostenuta del trimestre precedente. Per l'insieme del 2004 l'avanzo del conto corrente dell'area ha raggiunto i 40,2 miliardi di euro (corrispondenti a circa lo 0,5 per cento del PIL), dai 22,2 miliardi (approssimativamente pari allo 0,3 per cento del PIL) del 2003. Tale aumento costituisce il risultato di un calo del disavanzo dei redditi e – in misura inferiore – dei trasferimenti correnti e del concomitante incremento dell'avanzo dei servizi. Nel 2004 l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio dell'area ha registrato afflussi netti per 18,3 miliardi di euro (contro 38,3 miliardi nel 2003).

CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE

In dicembre il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato un avanzo di 2,7 miliardi di euro (corrispondente a un avanzo di 6,6 miliardi in termini non destagionalizzati). L'andamento ha rispecchiato avanzi sia nei beni sia nei servizi, parzialmente compensati da disavanzi nei trasferimenti correnti e nei redditi.

Rispetto ai dati rivisti per novembre, in dicembre l'avanzo del conto corrente in termini destagionalizzati è aumentato di 1,0 miliardi di euro grazie all'aumento (di 1,4 miliardi di euro) dell'avanzo dei beni e alla diminuzione del disavanzo dei trasferimenti correnti, che sono stati solo parzialmente controbilanciati dal minore avanzo dei servizi e dal maggiore disavanzo dei redditi.

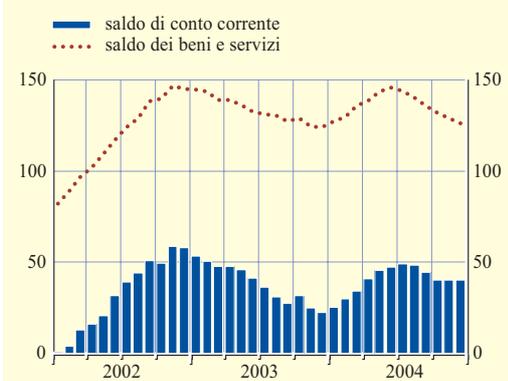
Stando ai dati trimestrali, nel quarto trimestre le esportazioni e le importazioni di beni sono cresciute approssimativamente nella stessa misura (rispettivamente dell'1,9 e del 2,1 per cento) mentre l'interscambio di servizi ha registrato un indebolimento significativo in un contesto in cui sono diminuite sia le esportazioni sia le importazioni (rispettivamente del 4 e dell'1,7 per cento). Di conseguenza, in tale periodo le esportazioni e le importazioni totali di beni e servizi sono aumentate rispettivamente dello 0,5 e dell'1,2 per cento.

Da un esame dell'interscambio di beni e servizi in tutto il 2004 emerge come l'avanzo destagionalizzato cumulato su dodici mesi abbia seguito due andamenti principali, aumentando fino a giugno per poi calare nel prosieguo dell'anno (cfr. figura 48). L'incremento iniziale va ricondotto alla crescita molto forte delle esportazioni durante la prima metà del 2004, trainata soprattutto dalla vigorosa domanda estera, al cui successivo indebolimento è in parte ascrivibile il rallentamento delle esportazioni del secondo semestre, che potrebbe anche riflettere gli effetti ritardati del precedente apprezzamento dell'euro. Al calo della seconda metà dell'anno ha inoltre contribuito la robusta dinamica delle importazioni nel secondo e terzo trimestre dell'anno, in linea con il rincaro del petrolio e la forte crescita delle categorie di spesa interna a elevata intensità di beni d'importazione (investimenti e, in particolare, scorte) nel terzo trimestre (cfr. figura 49).

Nell'insieme del 2004 l'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro ha raggiunto i 40,2 miliardi di euro (corrispondenti a circa lo 0,5 per cento del PIL), dai 22,2 miliardi (approssimativamente pari allo 0,3 per cento del PIL) del 2003. Tale andamento è stato determinato dal minore disavanzo nei redditi e – in misura inferiore – dei

Figura 48 Saldo di conto corrente e saldo dei beni e servizi dell'area dell'euro

(in miliardi di euro; dati destagionalizzati; saldi cumulati sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

trasferimenti correnti e dal maggiore avanzo nei servizi. La riduzione del disavanzo nel conto dei redditi va ricondotta principalmente al fatto che, rispetto all'anno precedente, sono aumentati i pagamenti dal resto del mondo. L'avanzo dei beni è rimasto sostanzialmente invariato attorno a 105 miliardi di euro, in quanto sia le importazioni sia le esportazioni sono salite di circa 90 miliardi.

CONTO FINANZIARIO

In dicembre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme cospicui afflussi netti, pari a 44,4 miliardi di euro, riconducibili ai flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio in titoli azionari (40 miliardi di euro) e – in misura molto inferiore – per investimenti diretti (7,3 miliardi). I flussi per strumenti di debito sono stati pressoché in equilibrio. Sull'evoluzione degli investimenti di portafoglio in titoli azionari hanno influito soprattutto gli ingenti acquisti netti di azioni dell'area da parte di non residenti (28,9 miliardi di euro).

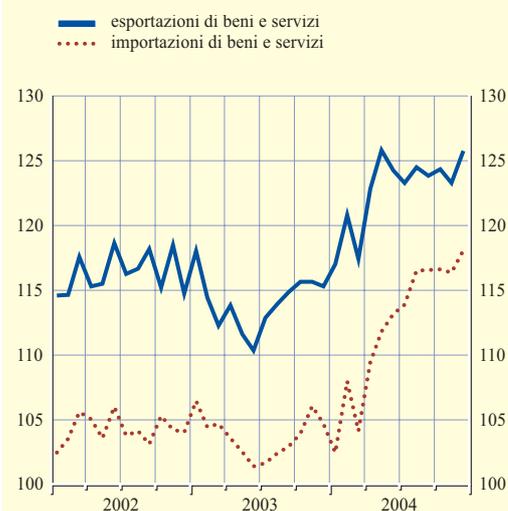
Nell'insieme del 2004 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato complessivamente afflussi netti per 18,3 miliardi di euro (dai 38,3 miliardi del 2003). Il calo è principalmente riconducibile all'aumento dei flussi netti in uscita per investimenti diretti, che è stato controbilanciato solo in parte dagli accresciuti flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (cfr. figura 50).

L'andamento degli investimenti diretti è stato determinato soprattutto dalla progressiva diminuzione degli afflussi, sostanzialmente riconducibile al fatto che gli investimenti dei non residenti in capitale azionario dell'area sono stati pari ad appena un terzo di quelli registrati nel 2003. Tale diminuzione è stata superiore a quella degli investimenti diretti in capitale azionario estero da parte di residenti dell'area e potrebbe essere parzialmente imputabile al fatto che nel 2004 le economie di altre regioni del mondo hanno avuto un'evoluzione più positiva di quella dell'area.

I maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio sono da ricondurre principalmente a un aumento degli acquisti netti di azioni dell'area da parte di non residenti. Le indagini di mercato

Figura 49 Area dell'euro: esportazioni e importazioni di beni e servizi

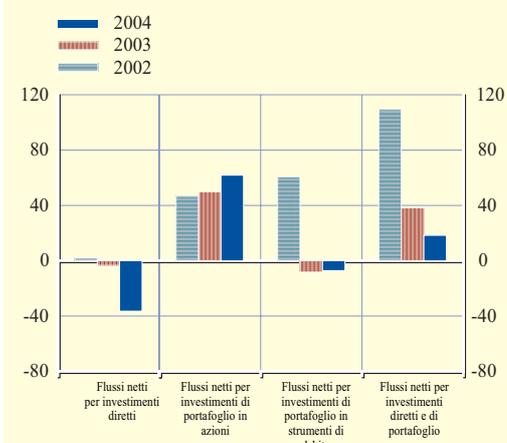
(miliardi di euro; medie mobili di tre mesi; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 50 Flussi netti per investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

segnalano il rinnovato interesse degli investitori stranieri verso tale tipo di strumenti alla luce della loro accresciuta attrattiva in termini di prezzo. A determinare tali andamenti potrebbero avere concorso anche le attese di un apprezzamento dell'euro nel corso del 2004.

Per quanto riguarda gli strumenti di debito, nel 2004 i flussi da e verso l'area dell'euro sono stati di entità simile all'anno precedente e approssimativamente pari a 200 miliardi di euro sia in entrata sia in uscita. Dal lato delle passività, gli investitori esteri hanno acquistato quasi esclusivamente obbligazioni e *notes* in quanto il basso livello dei tassi di interesse a breve nell'area ha ridotto l'attrattiva dei titoli del mercato monetario. Da quello delle attività, gli investimenti all'estero in strumenti di debito hanno riguardato per il 25 per cento titoli del mercato monetario e per circa il 75 per cento obbligazioni e *notes*. Il calo percentuale di quest'ultima componente rispetto al 2003 potrebbe essere connesso alle aspettative di possibili perdite in conto capitale derivanti da attese di tassi di interesse a lungo termine più elevati negli Stati Uniti. Di fatto, nei primi tre trimestri del 2004 i deflussi per investimenti in obbligazioni e *notes* statunitensi sono scesi a 29 miliardi di euro dai 75 del 2003.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE ¹⁾



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA	
1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9
2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO	
2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3 Statistiche monetarie	S12
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25
3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI	
3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari	S26
3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari	S27
3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione	S28
3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento	S29
4 MERCATI FINANZIARI	
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S30
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S31
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S33
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
4.5 Tassi d'interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S37
4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario	S39
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato	S40
4.8 Indici del mercato azionario	S41
5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S42
5.2 Produzione e domanda	S45
5.3 Mercato del lavoro	S49

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.int. Si rimanda al sito della BCE (www.ecb.int) per serie temporali più dettagliate e più lunghe.

6	FINANZA PUBBLICA	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S50
6.2	Debito	S51
6.3	Variazione del debito	S52
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S53
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S54
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	S59
7.3	Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S60
7.4	Posizione patrimoniale verso l'estero	S62
7.5	Commercio di beni	S64
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S66
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S67
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S68
9.2	Stati Uniti e Giappone	S69
	LISTA DELLE FIGURE	S71
	NOTE TECNICHE	S73
	NOTE GENERALI	S77

NOVITÀ

Da questo numero del Bollettino la tavola 7.5.2 (Commercio di beni, Scomposizione per area geografica) conterrà anche i dati sul commercio di beni nei confronti di Cina, Russia e Turchia.

Segni convenzionali nelle tavole

“-”	dati inesistenti / non applicabili
“.”	dati non ancora disponibili
“...”	zero o valore trascurabile
“miliardi”	10 ⁹
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ¹⁾²⁾	M3 ¹⁾²⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	20,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,0	11,3	2,11	4,14
2004 1° trim.	11,0	7,2	6,4	-	5,4	15,8	2,06	4,15
2° trim.	10,2	6,0	5,4	-	5,6	10,7	2,08	4,36
3° trim.	9,6	5,8	5,6	-	6,2	10,0	2,12	4,21
4° trim.	9,3	6,4	6,0	-	6,8	9,1	2,16	3,84
2004 set.	9,7	6,3	6,0	5,8	6,5	8,8	2,12	4,11
ott.	9,0	6,3	5,8	6,0	6,7	8,5	2,15	3,98
nov.	9,8	6,5	6,0	6,1	6,9	9,5	2,17	3,87
dic.	8,4	6,5	6,4	6,3	7,0	9,5	2,17	3,69
2005 gen.	9,2	6,9	6,6	.	7,3	.	2,15	3,63
feb.	.	.	.	.	.	.	2,14	3,62

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	2,1	1,4	2,8	0,5	0,3	81,1	0,2	8,9
2004	2,1	2,3	.	1,8	1,9	81,7	.	8,9
2004 1° trim.	1,7	0,2	2,8	1,6	1,0	81,1	0,2	9,0
2° trim.	2,3	2,0	2,2	2,2	3,1	81,6	0,3	8,8
3° trim.	2,2	3,1	1,9	1,9	2,9	82,1	0,4	8,9
4° trim.	2,3	3,8	.	1,6	0,8	82,1	.	8,8
2004 set.	2,1	3,3	-	-	3,7	-	-	8,9
ott.	2,4	4,1	-	-	1,0	82,1	-	8,8
nov.	2,2	3,7	-	-	0,4	-	-	8,8
dic.	2,4	3,5	-	-	1,0	-	-	8,9
2005 gen.	1,9	3,9	-	-	.	82,0	-	.
feb.	2,0	.	-	-	.	-	-	.

3. Bilancia dei pagamenti, riserve ufficiali e tassi di cambio

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 ³⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	57,3	105,7	-36,4	54,7	279,6	103,8	105,9	1,2439
2004 1° trim.	17,2	28,6	-23,6	-3,1	308,4	104,7	106,7	1,2497
2° trim.	9,9	31,5	-12,9	21,7	301,4	102,1	104,1	1,2046
3° trim.	14,0	24,6	5,3	3,6	298,2	102,8	104,9	1,2220
4° trim.	16,2	21,0	-5,2	32,5	279,6	105,7	107,7	1,2977
2004 set.	2,6	5,0	2,5	43,9	298,2	103,0	105,2	1,2218
ott.	1,8	7,7	-11,6	6,2	294,2	104,2	106,3	1,2490
nov.	5,4	5,9	-0,8	-10,8	291,6	105,6	107,6	1,2991
dic.	9,0	7,5	7,3	37,1	279,6	107,1	109,3	1,3408
2005 gen.	.	.	.	.	289,0	105,8	107,9	1,3119
feb.	.	.	.	.	.	105,1	107,2	1,3014

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat e DG Affari economici e finanziari) e Reuters.

Per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

- Le variazioni sul periodo corrispondente di dati mensili sono calcolate con riferimento ai dati di fine mese, mentre quelle di dati trimestrali e annuali sono calcolate con riferimento alla variazione sui dodici mesi della media della serie nel periodo. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.
- M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.
- Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	4 febbraio 2005	11 febbraio 2005	18 febbraio 2005	25 febbraio 2005
Oro e crediti in oro	125.477	125.420	125.327	125.228
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	155.222	151.334	152.586	151.081
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	17.141	18.758	16.833	17.180
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	6.542	7.686	8.174	8.258
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	357.501	355.522	356.702	369.509
Operazioni di rifinanziamento principali	277.500	275.501	276.500	284.501
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	79.999	79.999	79.999	84.999
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	0	201	1
Crediti connessi a scarti di garanzia	2	22	2	8
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	3.449	3.057	3.455	3.303
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	72.786	73.500	74.776	75.393
Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	41.260	41.260	41.260	41.260
Altre attività	120.094	120.568	121.225	122.637
Attività totali	899.472	897.105	900.338	913.849

2. Passività

	4 febbraio 2005	11 febbraio 2005	18 febbraio 2005	25 febbraio 2005
Banconote in circolazione	490.010	489.846	488.203	488.195
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	138.645	142.246	145.086	140.881
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	138.556	142.198	145.064	140.814
Depositi overnight	89	48	10	59
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	12	8
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	125	125	125	125
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	71.834	68.099	69.868	88.013
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	8.039	8.175	8.230	8.498
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	254	296	317	303
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	11.609	9.309	8.439	7.505
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.573	5.573	5.573	5.573
Altre passività	50.716	50.769	51.093	51.565
Rivalutazioni	64.842	64.842	64.842	64.842
Capitale e riserve	57.825	57.825	58.562	58.349
Passività totali	899.472	897.105	900.338	913.849

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

(valori percentuali in ragione d'anno per i livelli; punti percentuali per le variazioni)

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50

Fonte: BCE.

- 1) Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, se non indicato diversamente, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).
- 2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta ^{1) 2)}

(milioni di euro per le quantità; valori percentuali su base annua per i tassi di interesse)

1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine ³⁾

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2004 3 nov.	381.182	331	264.500	2,00	2,04	2,04	6
9	358.101	316	258.000	2,00	2,04	2,04	8
17	384.039	341	262.500	2,00	2,05	2,05	7
24	368.690	346	270.000	2,00	2,05	2,06	7
1 dic.	370.856	323	273.500	2,00	2,05	2,06	7
8	329.144	298	282.000	2,00	2,05	2,06	7
15	354.121	339	276.000	2,00	2,07	2,08	7
22	350.812	340	283.500	2,00	2,07	2,08	8
30	284.027	355	270.000	2,00	2,09	2,17	6
2005 5 gen.	324.154	321	259.000	2,00	2,06	2,07	7
12	343.644	332	265.000	2,00	2,06	2,07	7
19	362.771	364	279.500	2,00	2,06	2,07	7
26	368.794	358	273.000	2,00	2,06	2,07	7
2 feb.	332.198	329	277.500	2,00	2,06	2,06	6
8	327.172	305	275.500	2,00	2,06	2,06	8
16	352.917	341	276.500	2,00	2,05	2,06	7
23	349.248	352	284.500	2,00	2,05	2,06	7
2 mar.	329.036	325	275.000	2,00	2,05	2,06	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2004 26 feb.	34.597	139	25.000	-	2,01	2,03	91
1 apr.	44.153	141	25.000	-	1,85	1,90	91
29	54.243	180	25.000	-	2,01	2,03	91
27 mag.	45.594	178	25.000	-	2,04	2,05	91
1 lug.	37.698	147	25.000	-	2,06	2,08	91
29	40.354	167	25.000	-	2,07	2,08	91
26 ago.	37.957	152	25.000	-	2,06	2,08	91
30 set.	37.414	138	25.000	-	2,06	2,08	84
28 ott.	46.646	187	25.000	-	2,10	2,11	91
25 nov.	51.095	174	25.000	-	2,13	2,14	91
23 dic.	34.466	155	25.000	-	2,12	2,14	98
2005 27 gen.	58.133	164	30.000	-	2,09	2,10	91
24 feb.	40.340	145	30.000	-	2,08	2,09	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000 5 gen. ⁵⁾	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 giu.	Operazione temporanea	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 apr.	Operazione temporanea	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 set.	Operazione temporanea	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operazione temporanea	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
28 nov.	Operazione temporanea	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 gen.	Operazione temporanea	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operazione temporanea	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 dic.	Operazione temporanea	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004 11 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1
8 nov.	Operazione temporanea	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1
7 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1
2005 18 gen.	Operazione temporanea	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	1
7 feb.	Operazione temporanea	17.715	24	2.500	-	2,00	2,05	2,05	1

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- Questa operazione è stata condotta a un tasso massimo del 3,00%.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

(miliardi di euro; media dei valori giornalieri nel periodo, se non diversamente indicato; tassi d'interesse in valori percentuali in ragione d'anno)

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3	
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004 1° trim.	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6	
2° trim.	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2	
2004 lug.	12.182,0	6.517,4	442,6	1.527,7	857,0	2.837,3	
ago.	12.167,5	6.470,2	446,4	1.531,1	884,2	2.835,5	
set.	12.209,6	6.488,0	435,3	1.535,3	880,8	2.870,3	
ott.	12.262,1	6.496,9	448,2	1.546,5	888,8	2.881,7	
nov.	12.371,7	6.535,7	452,7	1.551,1	946,6	2.885,6	
dic.	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 1° trim.	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
2° trim.	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
3° trim.	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
2004 11 ott.	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
8 nov.	137,8	138,4	0,7	0,0	2,03
7 dic.	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 18 gen.	138,4	139,1	0,7	0,0	2,07
7 feb.	139,3	140,0	0,8	0,0	2,06
8 mar.	140,5	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema												
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5	
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7	
2004 1° trim.	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3	
2° trim.	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1	
3° trim.	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3	
2004 11 ott.	298,8	256,4	75,0	0,3	0,0	0,0	0,0	465,1	58,2	-32,1	139,3	604,4	
8 nov.	298,3	257,9	75,0	0,1	0,2	0,3	0,0	469,7	55,1	-32,1	138,4	608,4	
7 dic.	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1	
2005 18 gen.	290,3	272,9	75,0	0,2	0,2	0,1	0,0	496,0	45,3	-41,9	139,1	635,2	
7 feb.	280,6	276,6	78,0	0,1	0,1	0,1	0,0	487,1	63,8	-55,5	140,0	627,2	

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2

MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ¹⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività	
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,2	11,9	132,7
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 1° trim.	1.102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
2° trim.	1.200,0	560,9	22,2	0,6	538,0	147,8	133,5	1,9	12,3	-	13,3	311,3	14,1	152,7
3° trim.	1.193,5	544,3	22,2	0,6	521,5	150,7	135,2	1,9	13,6	-	13,5	309,2	14,2	161,7
2004 ott.	1.224,8	572,6	22,2	0,6	549,8	152,9	137,3	1,7	13,9	-	13,8	307,5	14,2	163,9
nov.	1.206,6	550,5	22,2	0,6	527,6	156,6	141,7	1,3	13,5	-	14,1	305,5	14,3	165,7
dic.	1.197,3	546,6	21,5	0,6	524,4	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,2	176,0
2005 gen. ^(p)	1.240,6	581,9	21,5	0,6	559,8	159,3	143,6	1,7	14,0	-	13,8	298,2	14,9	172,5
IFM escluso l'Eurosistema														
2002	18.857,9	11.611,4	813,0	6.780,6	4.017,8	2.671,5	1.135,0	366,2	1.170,4	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003	19.800,8	12.114,7	819,1	7.101,8	4.193,8	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	895,1	2.569,9	161,8	1.048,2
2004 1° trim.	20.395,6	12.218,0	823,3	7.170,1	4.224,6	3.077,6	1.301,6	434,2	1.341,8	78,0	926,4	2.836,1	160,0	1.099,5
2° trim.	20.757,5	12.434,3	818,3	7.319,9	4.296,2	3.153,6	1.347,0	447,1	1.359,4	76,8	948,7	2.874,0	159,7	1.110,4
3° trim.	20.984,2	12.569,9	812,2	7.401,3	4.356,4	3.179,2	1.345,9	447,5	1.385,9	77,5	920,6	2.907,3	161,0	1.168,7
2004 ott.	21.158,9	12.675,6	812,2	7.447,4	4.416,0	3.200,1	1.343,3	450,4	1.406,4	77,9	925,0	2.913,7	161,7	1.204,8
nov.	21.346,1	12.717,6	808,2	7.510,7	4.398,7	3.217,1	1.346,0	456,1	1.414,9	78,3	944,7	2.978,5	161,2	1.248,6
dic.	21.344,6	12.824,9	814,9	7.549,6	4.460,4	3.185,4	1.295,8	465,3	1.424,3	72,5	947,0	2.943,1	160,3	1.211,4
2005 gen. ^(p)	21.646,5	12.886,0	820,1	7.590,0	4.475,9	3.233,5	1.336,6	468,5	1.428,4	75,6	962,7	3.075,5	157,1	1.256,0

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 1° trim.	1.102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
2° trim.	1.200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
3° trim.	1.193,5	480,6	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,5	23,6	158,8
2004 ott.	1.224,8	487,0	401,4	64,1	18,2	319,2	-	1,6	147,5	24,2	163,2
nov.	1.206,6	491,9	379,2	53,0	17,9	308,3	-	0,5	145,7	24,9	164,3
dic.	1.197,3	517,3	346,7	24,7	15,0	306,9	-	0,5	138,0	27,2	167,7
2005 gen. ^(p)	1.240,6	502,4	401,7	57,6	15,7	328,4	-	0,5	144,9	25,8	165,3
IFM escluso l'Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.993,5	1.108,7	2.593,3	1.431,7
2003	19.800,8	0,0	10.774,7	132,3	6.277,6	4.364,9	648,8	3.161,4	1.151,0	2.606,5	1.458,5
2004 1° trim.	20.395,6	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,6	3.304,6	1.160,4	2.832,6	1.553,9
2° trim.	20.757,5	0,0	11.087,9	156,6	6.408,5	4.522,8	686,0	3.370,5	1.177,6	2.870,3	1.565,2
3° trim.	20.984,2	0,0	11.174,2	146,3	6.441,3	4.586,6	687,0	3.447,8	1.187,2	2.838,0	1.650,0
2004 ott.	21.158,9	0,0	11.291,2	133,4	6.491,6	4.666,2	695,0	3.477,8	1.191,2	2.823,3	1.680,4
nov.	21.346,1	0,0	11.319,3	129,8	6.528,3	4.661,2	691,8	3.489,0	1.208,8	2.880,2	1.757,1
dic.	21.344,6	0,0	11.479,6	138,9	6.638,4	4.702,3	676,3	3.498,8	1.205,6	2.814,7	1.669,6
2005 gen. ^(p)	21.646,5	0,0	11.502,9	122,9	6.652,3	4.727,8	689,0	3.533,7	1.205,3	2.967,4	1.748,2

Fonte: BCE.

- 1) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 2) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 3) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.839,7	179,5	1.132,7
2003	14.557,4	7.944,2	841,7	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,8	2.887,8	174,1	1.134,4
2004 1° trim.	15.066,3	8.016,8	846,0	7.170,8	1.866,2	1.430,5	435,7	649,4	3.156,8	173,9	1.203,1
2° trim.	15.333,6	8.161,0	840,5	7.320,5	1.929,6	1.480,5	449,0	662,9	3.185,3	173,8	1.221,1
3° trim.	15.489,3	8.236,4	834,5	7.401,9	1.930,4	1.481,1	449,3	643,1	3.216,5	175,2	1.287,8
2004 ott.	15.585,4	8.282,5	834,5	7.448,0	1.932,7	1.480,6	452,1	647,0	3.221,2	175,9	1.326,1
nov.	15.777,9	8.341,8	830,4	7.511,3	1.945,2	1.487,8	457,4	660,2	3.284,0	175,5	1.371,2
dic.	15.704,7	8.386,6	836,4	7.550,2	1.902,8	1.435,8	467,0	667,5	3.234,8	174,5	1.338,5
2005 gen. ^(p)	15.993,2	8.432,3	841,6	7.590,6	1.950,4	1.480,1	470,3	678,8	3.373,7	172,0	1.386,0
Transazioni											
2002	602,8	299,2	-9,4	308,6	72,2	43,4	28,8	7,7	245,2	-1,3	-20,1
2003	767,4	385,9	13,7	372,2	170,4	116,2	54,1	19,4	222,0	-3,6	-26,8
2004 1° trim.	430,6	84,6	5,8	78,8	56,6	52,8	3,8	24,6	214,4	-0,4	51,0
2° trim.	269,4	150,3	-7,1	157,4	64,7	50,3	14,3	8,3	33,1	1,6	11,4
3° trim.	190,6	87,6	-5,7	93,3	-4,0	-1,8	-2,2	-19,6	60,8	1,6	64,2
2004 ott.	122,8	49,5	0,2	49,4	1,8	-1,1	2,9	2,9	30,7	0,7	37,2
nov.	239,2	65,2	-3,9	69,0	12,4	6,9	5,5	12,2	106,1	-0,4	43,8
dic.	-9,3	55,8	5,7	50,1	-41,6	-52,3	10,7	5,6	-11,6	0,4	-17,8
2005 gen. ^(p)	223,4	44,8	5,0	39,8	44,4	41,3	3,1	11,8	82,1	-2,3	42,6

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,9	470,5	1.819,0	1.006,4	2.626,2	1.550,9	10,8
2003	14.557,4	397,9	153,6	6.294,4	581,5	1.878,5	1.010,7	2.634,0	1.597,9	8,9
2004 1° trim.	15.066,3	399,6	183,8	6.326,1	602,6	1.951,5	1.025,8	2.856,2	1.699,3	21,4
2° trim.	15.333,6	423,0	223,7	6.427,0	609,2	2.000,4	1.024,1	2.893,8	1.716,3	16,1
3° trim.	15.489,3	438,0	204,1	6.457,6	609,5	2.049,9	1.044,7	2.861,6	1.808,8	15,0
2004 ott.	15.585,4	444,4	197,4	6.509,8	617,1	2.059,1	1.047,0	2.847,4	1.843,6	19,6
nov.	15.777,9	448,7	182,8	6.546,2	613,5	2.061,1	1.055,8	2.905,1	1.921,4	43,2
dic.	15.704,7	468,4	163,6	6.653,4	603,8	2.062,0	1.049,8	2.841,9	1.837,3	24,4
2005 gen. ^(p)	15.993,2	459,9	180,5	6.667,9	613,3	2.091,8	1.052,5	2.993,2	1.913,5	20,6
Transazioni										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,0	106,1	39,7	75,1	-92,3	86,5
2003	767,4	79,0	12,9	315,8	57,2	133,4	40,1	130,3	-61,0	59,8
2004 1° trim.	430,6	1,7	30,2	25,2	22,4	61,3	8,2	174,7	117,7	-10,7
2° trim.	269,4	23,4	39,4	102,4	2,2	48,7	10,0	32,3	13,2	-2,3
3° trim.	190,6	15,1	-19,7	35,5	1,6	54,8	19,2	-3,7	79,5	8,3
2004 ott.	122,8	6,4	-6,7	55,2	7,4	14,1	1,8	10,4	22,9	11,4
nov.	239,2	4,4	-14,6	41,7	-3,1	11,1	5,9	96,0	63,4	34,3
dic.	-9,3	19,7	-19,2	111,3	-9,2	8,9	0,1	-34,4	-73,4	-13,1
2005 gen. ^(p)	223,4	-8,5	16,8	8,2	9,8	10,0	6,6	104,6	88,7	-12,9

Fonte: BCE.

1) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.

2) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.3 Statistiche monetarie

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari¹⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	853,5	5.771,1	-	3.989,2	2.072,2	7.723,3	6.778,9	189,3
2003	2.676,1	2.559,6	5.235,7	912,3	6.148,1	-	4.142,6	2.222,3	8.158,0	7.100,9	231,3
2004 1° trim.	2.769,2	2.552,2	5.321,4	905,9	6.227,2	-	4.240,8	2.259,5	8.241,7	7.165,0	316,9
2° trim.	2.790,3	2.581,9	5.372,2	931,8	6.304,0	-	4.307,3	2.306,9	8.403,2	7.293,3	290,2
3° trim.	2.868,9	2.621,1	5.490,0	941,3	6.431,3	-	4.395,1	2.324,9	8.523,4	7.415,2	344,8
2004 ott.	2.881,6	2.642,6	5.524,2	946,2	6.470,3	-	4.416,0	2.326,6	8.577,3	7.465,0	355,9
nov.	2.907,3	2.637,7	5.544,9	945,7	6.490,6	-	4.443,4	2.316,7	8.646,2	7.518,0	355,5
dic.	2.892,3	2.672,3	5.564,6	963,8	6.528,5	-	4.459,3	2.290,0	8.687,4	7.548,7	372,4
2005 gen. ^(p)	2.956,1	2.664,9	5.621,0	949,3	6.570,4	-	4.493,4	2.324,7	8.746,5	7.596,9	378,3
Transazioni											
2002	217,3	89,3	306,5	68,8	375,3	-	189,1	35,1	347,2	311,9	173,1
2003	258,1	114,6	372,7	34,8	407,5	-	238,6	132,3	446,1	373,0	93,5
2004 1° trim.	92,3	-13,2	79,1	-1,6	77,5	-	76,0	25,0	90,2	74,5	78,4
2° trim.	20,6	31,8	52,4	22,8	75,2	-	76,9	46,1	165,1	136,1	-16,7
3° trim.	80,6	40,7	121,3	9,0	130,3	-	94,7	16,1	129,8	133,9	55,8
2004 ott.	14,0	23,0	36,9	4,2	41,1	-	26,1	1,2	56,3	53,0	12,5
nov.	28,5	-2,5	26,0	-0,2	25,8	-	34,0	-10,0	73,7	58,7	4,5
dic.	-11,4	35,0	23,6	18,3	41,9	-	30,4	-27,4	51,9	42,0	25,8
2005 gen. ^(p)	61,3	-10,3	51,0	-14,3	36,7	-	17,4	31,4	58,8	47,6	-4,2
Variazioni percentuali											
2002 dic.	9,8	3,7	6,6	8,8	7,0	7,1	4,9	1,7	4,7	4,8	173,1
2003 dic.	10,6	4,7	7,6	4,1	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	93,5
2004 mar.	11,4	2,1	6,7	3,2	6,2	5,9	7,0	6,6	5,7	5,3	93,1
giu.	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,1	6,0	0,7
set.	9,7	2,7	6,3	4,7	6,0	5,8	7,9	5,2	6,3	6,5	124,3
2004 ott.	9,0	3,6	6,3	3,0	5,8	6,0	7,8	4,2	6,5	6,7	132,3
nov.	9,8	3,2	6,5	3,1	6,0	6,1	7,7	3,3	6,7	6,9	125,9
dic.	8,4	4,5	6,5	5,8	6,4	6,3	8,1	2,3	7,0	7,0	160,4
2005 gen. ^(p)	9,2	4,4	6,9	4,8	6,6	.	8,1	3,7	7,3	7,3	111,9

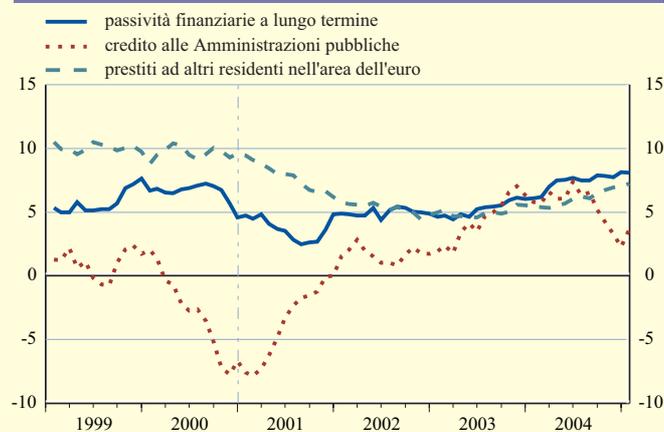
F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali (M1, M2, M3: cfr. Glossario).
- 2) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

2.3 Statistiche monetarie

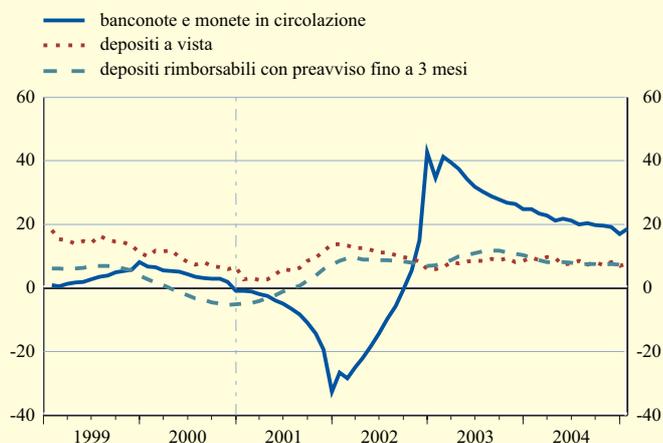
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2002	332,3	2.109,4	1.077,0	1.399,0	240,5	484,5	128,5	1.694,0	103,8	1.186,6	1.004,8
2003	387,6	2.288,6	1.037,0	1.522,6	222,5	597,1	92,7	1.790,2	90,6	1.253,1	1.008,7
2004 1° trim.	406,2	2.363,1	1.003,9	1.548,3	214,3	597,1	94,5	1.855,8	90,1	1.268,3	1.026,6
2° trim.	420,5	2.369,8	995,2	1.586,7	220,2	611,5	100,1	1.899,0	89,1	1.298,6	1.020,6
3° trim.	439,9	2.429,0	1.002,6	1.618,5	225,3	615,6	100,4	1.947,2	88,4	1.318,7	1.040,8
2004 ott.	446,3	2.435,2	1.020,2	1.622,4	224,5	622,7	99,0	1.953,5	89,4	1.327,8	1.045,3
nov.	453,3	2.453,9	1.006,8	1.630,9	225,3	617,3	103,1	1.949,7	89,7	1.343,4	1.060,5
dic.	453,3	2.439,0	1.037,4	1.634,9	243,2	619,4	101,2	1.964,7	89,5	1.357,6	1.047,5
2005 gen. ^(p)	468,2	2.488,0	1.030,3	1.634,6	229,9	615,4	104,0	1.992,4	90,1	1.363,4	1.047,5
Transazioni											
2002	99,3	118,0	-1,1	90,3	10,7	70,6	-12,5	118,7	-10,0	41,0	39,4
2003	77,8	180,3	-28,8	143,4	-8,8	58,6	-15,1	149,4	-13,2	62,7	39,7
2004 1° trim.	18,6	73,7	-38,8	25,5	-7,2	1,2	4,5	51,2	-0,5	14,4	10,9
2° trim.	14,4	6,2	-6,7	38,5	5,5	10,0	7,3	41,3	-1,0	30,7	5,9
3° trim.	19,3	61,3	8,7	32,0	5,1	5,3	-1,5	55,2	-0,7	21,4	18,7
2004 ott.	6,5	7,5	19,0	3,9	-0,7	6,9	-2,0	11,8	1,0	9,4	4,0
nov.	7,0	21,5	-11,1	8,6	0,9	-4,8	3,7	5,7	0,3	15,6	12,3
dic.	0,0	-11,4	31,0	4,1	18,0	2,5	-2,2	23,3	-0,2	14,3	-6,9
2005 gen. ^(p)	14,9	46,5	-9,8	-0,5	-13,5	-3,6	2,7	7,9	0,6	5,0	3,9
Variazioni percentuali											
2002 dic.	42,6	5,9	-0,1	6,9	4,7	17,1	-9,0	7,4	-8,8	3,5	4,0
2003 dic.	24,9	8,5	-2,7	10,4	-3,9	11,2	-14,9	8,9	-12,7	5,3	4,0
2004 mar.	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	6,9	-7,3	10,5	-9,9	5,4	4,6
giu.	21,1	7,7	-6,9	8,0	2,0	4,7	0,5	10,4	-7,1	7,0	5,2
set.	19,9	8,1	-4,3	7,6	3,2	4,2	11,7	10,9	-3,0	7,2	4,5
2004 ott.	19,6	7,2	-2,0	7,4	1,9	4,4	-3,0	10,5	-2,1	7,4	4,5
nov.	19,2	8,2	-3,1	7,5	0,2	4,7	0,5	9,8	-1,4	7,9	4,6
dic.	17,0	6,9	0,2	7,4	9,8	3,5	10,7	10,5	-1,2	8,4	4,4
2005 gen. ^(p)	18,5	7,7	0,6	7,0	6,3	3,6	8,2	9,9	-0,3	8,6	5,0

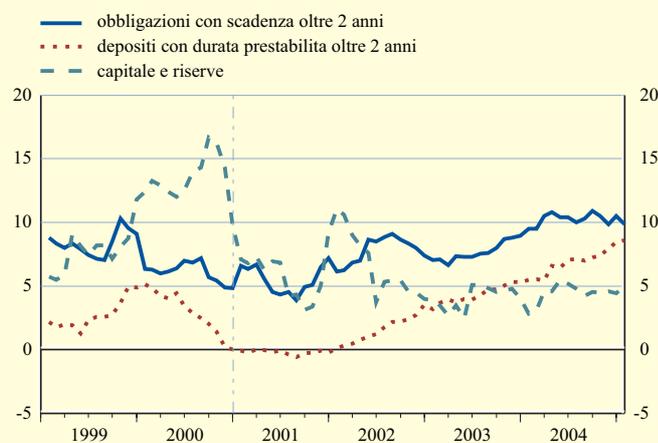
F3 Componenti degli aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

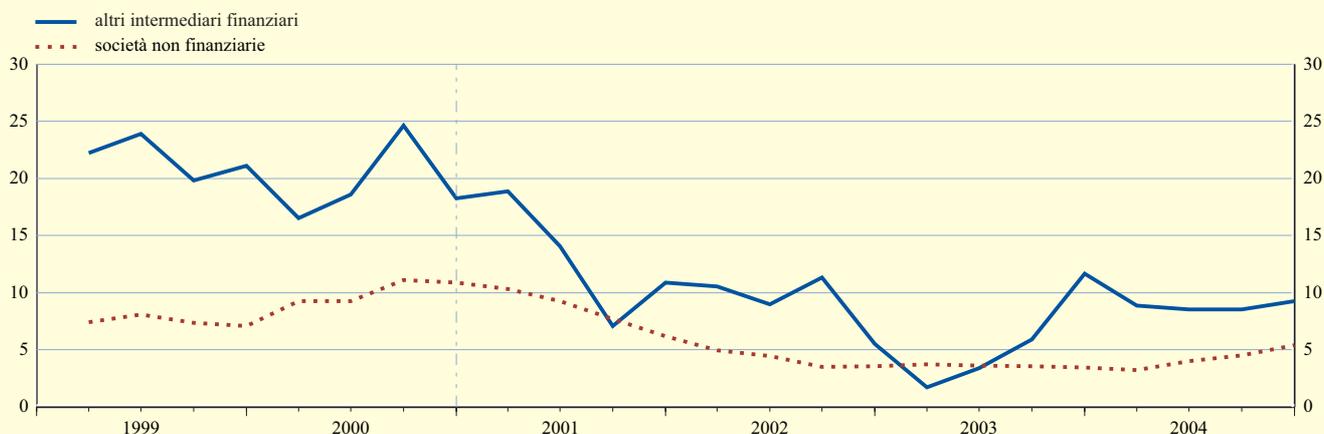
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ²⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,4	22,1	511,6	321,9	3.034,2	958,7	527,0	1.548,5
2004 1° trim.	46,3	32,2	503,8	303,8	3.055,3	955,1	526,2	1.574,0
2° trim.	53,7	39,8	509,7	305,7	3.093,4	966,4	537,3	1.589,7
3° trim.	52,5	37,6	508,3	301,2	3.104,2	952,5	545,9	1.605,8
2004 ott.	54,8	39,1	511,9	305,2	3.123,1	961,1	546,8	1.615,2
nov.	54,0	37,8	534,6	328,5	3.142,7	975,3	549,1	1.618,3
dic.	48,7	30,8	541,6	332,3	3.154,8	974,4	548,6	1.631,8
2005 gen. ^(p)	55,6	38,6	542,1	337,4	3.170,8	979,5	557,8	1.633,5
Transazioni								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	103,7	-26,6	31,8	98,5
2003	4,2	2,2	53,8	26,1	102,4	-8,0	15,5	94,8
2004 1° trim.	10,8	10,0	-2,8	-11,6	22,5	-3,5	4,0	22,1
2° trim.	7,0	7,3	8,5	4,5	59,9	16,1	11,7	32,1
3° trim.	-1,1	-2,2	2,4	-0,8	16,4	-12,0	9,5	18,9
2004 ott.	2,4	1,6	5,2	4,5	20,2	9,2	1,2	9,8
nov.	-0,7	-1,3	23,9	24,4	23,3	15,3	2,8	5,1
dic.	-5,2	-6,9	8,7	3,6	20,8	-1,5	3,3	19,0
2005 gen. ^(p)	6,5	7,5	-1,5	3,9	16,1	5,1	9,1	1,8
Variazioni percentuali								
2002 dic.	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,6	-2,6	6,5	7,1
2003 dic.	11,8	11,6	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,0	6,5
2004 giu.	18,8	25,6	8,5	3,0	4,0	-2,1	6,4	7,2
set.	17,5	31,5	8,5	5,6	4,5	-0,5	6,1	7,2
2004 ott.	9,4	14,7	9,2	7,5	5,1	1,5	5,6	7,2
nov.	10,0	14,0	10,1	8,5	5,2	2,6	5,5	6,7
dic.	37,1	39,1	9,2	8,1	5,4	2,5	6,2	6,9
2005 gen. ^(p)	16,4	11,9	9,5	10,6	5,7	2,8	7,6	6,8

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

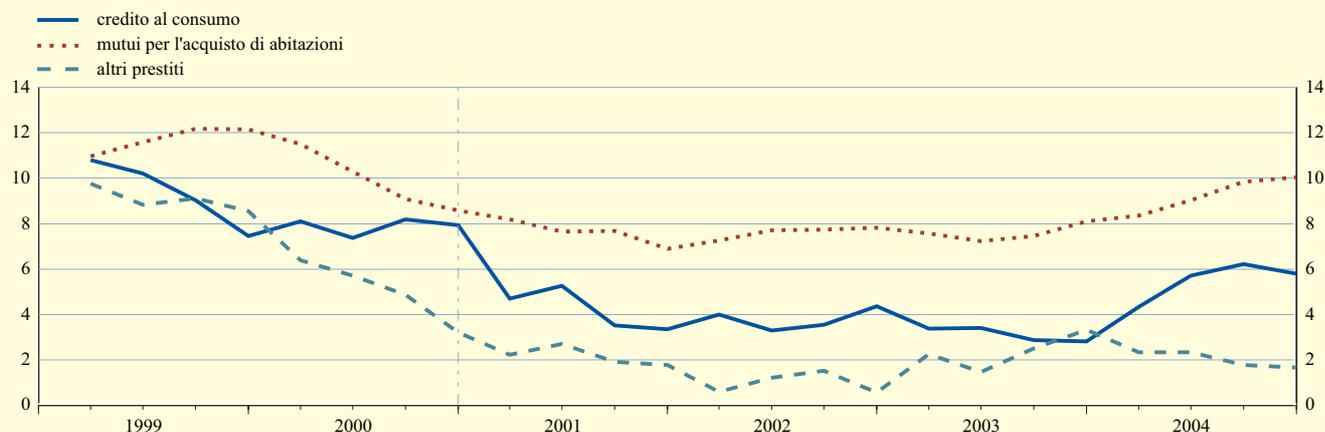
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2002	3.327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2.188,5	22,3	65,1	2.101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,4	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004 1° trim.	3.564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2.400,2	14,2	61,6	2.324,4	679,9	141,8	95,1	443,0
2° trim.	3.663,2	502,2	115,1	187,1	199,9	2.463,7	15,2	64,7	2.383,8	697,2	147,5	99,2	450,5
3° trim.	3.736,3	507,5	115,2	188,4	203,9	2.534,1	14,9	65,8	2.453,3	694,7	144,6	99,0	451,0
2004 ott.	3.757,6	509,4	114,9	189,5	205,0	2.553,5	15,5	66,5	2.471,5	694,8	143,6	99,7	451,5
nov.	3.779,4	509,9	114,8	189,7	205,4	2.571,9	15,3	65,7	2.491,0	697,6	146,5	99,4	451,7
dic.	3.804,5	513,8	117,3	191,0	205,5	2.592,3	15,5	65,8	2.511,0	698,4	144,5	99,7	454,3
2005 gen. ^(p)	3.821,5	515,3	118,6	190,7	205,9	2.607,2	15,0	65,5	2.526,7	699,1	144,1	98,8	456,2
Transazioni													
2002	183,2	21,9	7,1	5,3	9,4	157,9	-0,4	2,3	156,0	3,5	-3,1	2,2	4,4
2003	211,8	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,4	-5,9	1,7	181,5	21,1	-6,3	-4,9	32,3
2004 1° trim.	48,2	2,1	-1,6	1,8	2,0	44,9	-0,1	-0,8	45,7	1,3	-2,3	0,4	3,2
2° trim.	82,0	13,6	4,8	3,7	5,1	59,9	0,9	2,6	56,5	8,5	3,1	1,0	4,5
3° trim.	75,6	5,4	0,2	1,3	3,9	71,4	-0,2	1,2	70,4	-1,1	-2,6	-0,4	2,0
2004 ott.	21,6	1,7	-0,3	0,7	1,2	19,9	0,5	0,3	19,1	0,0	-0,9	0,9	0,0
nov.	22,5	0,8	-0,1	0,3	0,7	18,7	-0,4	-0,6	19,7	3,0	3,2	-0,2	-0,1
dic.	25,9	4,5	2,8	1,5	0,2	21,7	0,3	0,2	21,2	-0,3	-1,2	0,4	0,5
2005 gen. ^(p)	18,7	1,7	0,8	0,0	0,9	15,0	-0,4	-0,3	15,7	1,9	0,0	-0,9	2,8
Variazioni percentuali													
2002 dic.	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,8	-1,8	3,7	8,1	0,6	-2,0	2,2	1,2
2003 dic.	6,4	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,2	2,6	8,7	3,3	-4,2	-5,0	8,5
2004 mar.	6,6	4,3	-0,1	6,1	5,3	8,4	4,6	-3,3	8,8	2,4	-1,0	-1,8	4,4
giu.	7,3	5,7	3,3	5,8	7,0	9,0	9,1	1,0	9,3	2,3	-1,4	1,7	3,8
set.	7,8	6,2	4,4	5,4	8,0	9,8	4,3	0,6	10,2	1,8	-0,1	-0,1	2,8
2004 ott.	7,8	5,9	3,7	5,2	7,9	9,8	9,1	-0,2	10,2	2,1	1,0	1,1	2,6
nov.	7,9	6,5	7,0	4,6	8,1	10,0	6,2	-0,9	10,3	1,9	1,2	1,2	2,3
dic.	7,8	5,8	5,2	5,1	6,8	10,0	6,6	4,6	10,2	1,7	-0,5	2,2	2,3
2005 gen. ^(p)	8,1	6,8	7,3	6,0	7,1	10,1	5,8	5,8	10,2	2,3	0,9	2,1	2,9

F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

3. Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,1	130,0	265,1	388,9	35,0	1.762,7	1.182,2	580,6	59,3	521,2
2004 1° trim.	823,3	134,6	261,3	388,5	38,9	1.955,5	1.308,6	646,9	61,1	585,8
2° trim.	818,3	129,7	253,4	391,4	43,7	1.965,3	1.322,7	642,6	60,8	581,8
3° trim.	812,2	126,5	252,3	394,6	38,8	1.965,9	1.317,3	648,6	60,9	587,7
4° trim. ^(p)	814,9	129,5	252,4	395,7	37,3	1.978,4	1.336,6	641,8	61,5	580,4
Transazioni										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,2	16,6	15,3	159,6	109,2	50,3	-5,0	55,3
2004 1° trim.	5,8	5,7	-3,9	0,1	3,9	164,1	107,4	56,6	1,8	54,8
2° trim.	-6,7	-5,9	-8,5	2,9	4,8	6,2	11,4	-5,3	-0,5	-4,8
3° trim.	-5,7	-3,0	-1,0	3,2	-5,0	22,5	7,7	14,8	0,1	14,7
4° trim. ^(p)	2,7	3,5	-0,5	1,2	-1,5	80,8	61,4	19,4	0,6	18,8
Variazioni percentuali										
2002 dic.	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 dic.	1,9	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	10,9
2004 mar.	2,7	0,9	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,0	4,0	16,3
giu.	2,9	2,0	-4,0	4,2	54,4	9,0	7,6	11,9	2,9	12,9
set.	1,8	-1,4	-4,1	4,9	26,9	15,7	16,0	15,1	1,9	16,6
dic. ^(p)	-0,5	0,3	-5,2	1,9	6,4	15,5	15,8	14,7	3,3	16,0

F7 Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

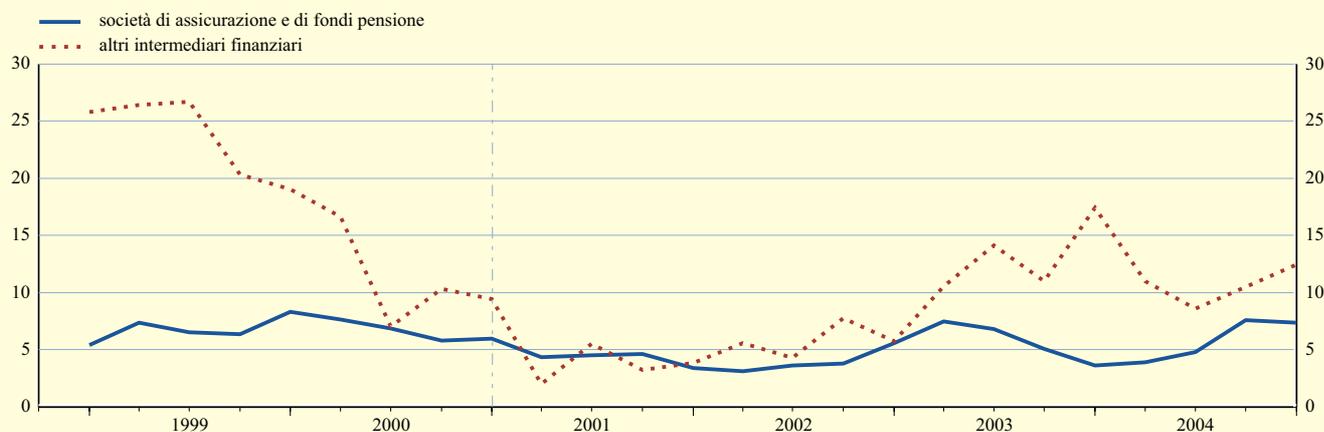
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	567,6	183,1	130,6	143,3	6,1	0,1	104,4
2004 1° trim.	557,3	64,7	42,2	426,2	1,3	1,0	22,0	586,4	197,0	119,7	145,7	7,8	0,1	116,1
2° trim.	565,4	59,9	42,1	439,8	1,3	1,0	21,2	595,9	194,3	122,3	153,7	8,3	0,1	117,2
3° trim.	573,6	61,5	47,3	442,5	1,2	1,0	20,0	598,0	189,9	120,2	164,9	8,1	0,1	114,8
2004 ott.	579,1	58,6	49,1	446,1	1,3	1,3	22,8	620,8	187,3	133,6	166,9	8,4	0,1	124,5
nov.	584,4	63,2	47,7	450,0	1,3	1,3	20,8	631,8	197,4	126,4	177,0	9,7	0,1	121,3
dic.	583,1	59,0	51,4	449,5	1,2	1,3	20,8	635,1	180,7	138,8	186,9	10,1	0,1	118,6
2005 gen. ^(p)	595,3	66,9	50,8	451,2	1,4	1,3	23,6	659,1	208,3	129,9	185,1	11,6	0,1	124,2
Transazioni														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	19,0	1,6	-3,1	18,8	0,3	0,4	1,1	84,8	27,5	-0,7	38,8	3,2	0,0	16,0
2004 1° trim.	14,6	5,7	0,3	5,6	0,0	0,2	2,8	15,2	14,0	-14,7	1,5	1,6	0,0	12,7
2° trim.	7,2	-4,9	0,0	13,7	0,0	-0,6	-0,9	12,2	-1,3	3,9	8,3	0,6	0,0	0,8
3° trim.	8,2	1,6	5,3	2,6	-0,1	0,0	-1,1	2,5	-4,0	-2,3	11,4	-0,2	0,0	-2,4
2004 ott.	5,4	-2,9	1,9	3,3	0,0	0,3	2,8	23,8	-2,2	13,6	2,2	0,4	0,0	9,8
nov.	5,5	5,1	-1,2	3,5	0,1	0,0	-2,0	12,8	10,9	-6,7	10,5	1,3	0,0	-3,2
dic.	-1,2	-4,1	3,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	4,3	-15,2	11,9	9,7	0,5	0,0	-2,6
2005 gen. ^(p)	11,9	7,8	-0,7	1,7	0,2	0,0	2,9	21,9	26,7	-9,5	-2,3	1,5	0,0	5,5
Variazioni percentuali														
2002 dic.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 dic.	3,6	2,8	-6,7	4,7	40,9	60,8	6,0	17,4	17,8	-0,6	36,8	70,6	-	17,1
2004 mar.	3,9	5,1	9,9	2,4	40,8	52,8	18,6	11,0	17,1	-13,2	22,3	47,6	-	17,8
giu.	4,8	-6,4	12,7	6,4	40,0	-44,0	-6,3	8,6	7,8	-10,2	18,6	44,5	-	20,5
set.	7,6	6,9	46,4	4,8	13,6	-52,5	6,9	10,5	7,4	-6,2	28,3	63,5	-	11,7
2004 ott.	8,3	10,3	32,9	5,1	3,3	38,3	24,2	11,2	7,5	1,7	27,0	48,4	-	7,8
nov.	9,4	22,7	33,3	5,9	3,8	-37,9	7,2	11,8	12,7	-4,2	29,3	73,6	-	4,9
dic. ^(p)	7,3	1,0	23,5	6,7	-8,2	-43,1	8,0	12,5	1,1	4,3	30,3	67,6	-	14,6
2005 gen. ^(p)	7,2	2,9	17,8	6,7	6,6	37,1	8,3	16,1	16,7	-1,0	31,8	69,9	-	12,0

F8 Depositi degli intermediari finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

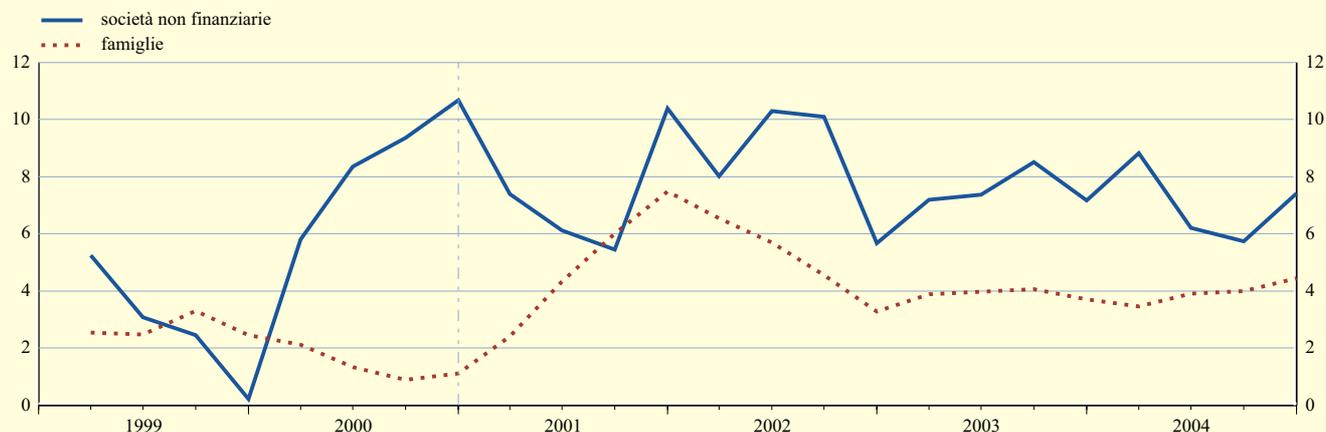
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.050,2	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,5	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004 1° trim.	1.036,7	624,2	275,9	69,9	39,9	1,0	25,8	3.997,9	1.320,7	527,4	608,6	1.401,2	88,2	51,9
2° trim.	1.054,0	650,6	265,6	70,3	41,0	1,0	25,5	4.055,5	1.367,5	517,0	612,4	1.422,3	85,8	50,4
3° trim.	1.067,1	657,6	269,7	70,6	42,6	1,1	25,6	4.060,8	1.363,2	511,4	615,0	1.431,9	85,5	53,7
2004 ott.	1.071,7	648,6	283,9	69,6	42,5	1,1	25,9	4.078,5	1.376,9	509,1	617,6	1.434,4	86,0	54,4
nov.	1.077,8	660,5	279,7	69,7	41,2	1,1	25,5	4.089,8	1.381,0	509,1	618,7	1.439,8	86,8	54,4
dic.	1.115,6	674,1	295,0	72,0	43,7	1,1	29,8	4.160,0	1.402,7	514,3	632,9	1.466,5	88,0	55,6
2005 gen. ^(p)	1.080,1	657,3	279,0	74,8	43,0	1,1	24,9	4.167,0	1.400,7	514,7	634,3	1.477,4	87,8	52,2
Transazioni														
2002	54,3	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,5	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	70,5	40,9	53,5	-29,8	10,2	0,0	-4,2	141,8	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004 1° trim.	-14,5	-9,5	-5,3	2,6	1,9	0,0	-4,2	18,0	8,5	-17,4	7,7	21,9	-1,7	-1,0
2° trim.	21,1	27,8	-8,9	0,9	1,1	0,6	-0,3	53,5	43,8	-11,0	3,3	21,1	-2,4	-1,5
3° trim.	15,5	7,9	5,4	0,4	1,6	0,0	0,2	6,0	-3,7	-5,3	2,4	9,6	-0,3	3,3
2004 ott.	6,0	-8,3	14,7	-0,7	0,0	0,0	0,3	18,4	13,9	-1,8	2,7	2,5	0,5	0,7
nov.	10,8	13,1	-3,2	0,1	1,2	0,0	-0,4	9,9	4,4	0,7	1,1	3,0	0,8	0,0
dic.	38,5	14,3	15,9	1,6	2,5	0,0	4,2	71,2	22,9	5,4	13,7	26,7	1,2	1,3
2005 gen. ^(p)	-38,0	-17,9	-17,1	2,5	-0,7	0,0	-4,8	5,6	-2,4	-0,4	1,4	10,8	-0,2	-3,5
Variazioni percentuali														
2002 dic.	5,7	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 dic.	7,2	6,7	23,1	-30,7	41,5	-3,5	-12,4	3,7	7,9	-11,5	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 mar.	8,8	11,9	3,1	13,2	23,1	-3,9	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
giu.	6,2	10,1	-3,5	14,8	17,1	52,2	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
set.	5,7	9,8	-2,7	7,1	18,8	64,7	-16,0	4,0	7,1	-7,7	4,8	6,4	-3,5	-4,5
2004 ott.	5,6	8,7	-0,2	7,4	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9
nov.	5,1	8,1	-1,3	4,7	18,1	73,8	-12,8	4,0	6,3	-6,7	5,3	6,2	-2,4	-2,1
dic.	7,4	7,2	6,7	7,3	21,8	72,2	-0,8	4,4	6,8	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 gen. ^(p)	7,9	8,3	6,0	10,0	16,8	17,0	-1,7	4,2	6,4	-4,5	4,7	5,9	-1,2	-3,5

F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

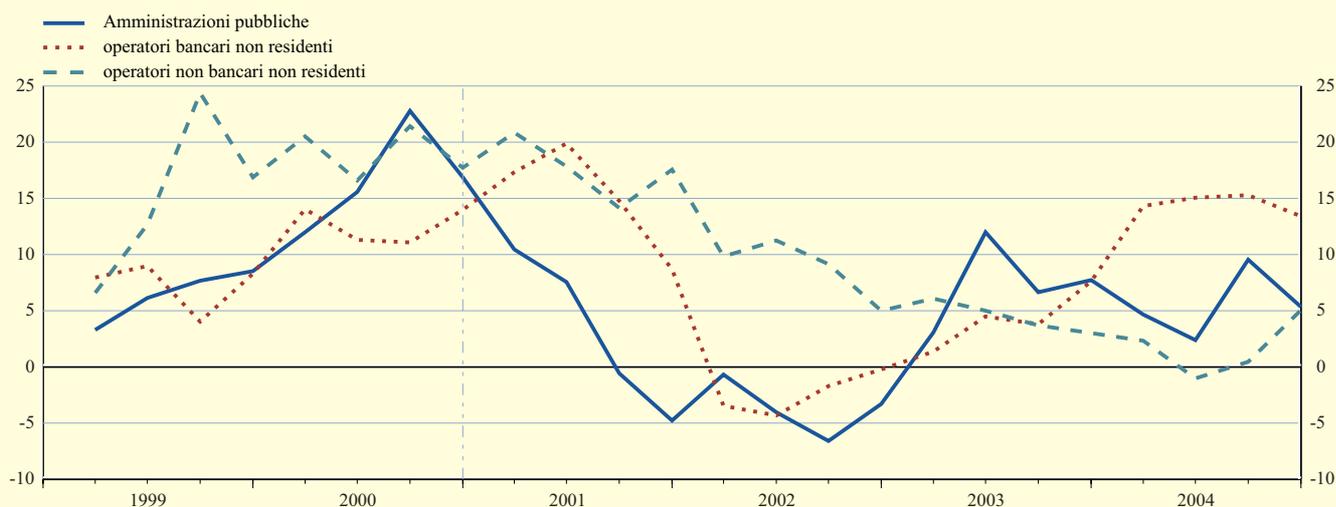
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,9	664,3	96,1	568,2
2004 1° trim.	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2.444,2	1.742,7	701,5	100,8	600,7
2° trim.	294,4	156,6	31,6	64,5	41,7	2.471,5	1.788,9	682,6	102,0	580,6
3° trim.	288,2	146,3	33,0	66,3	42,6	2.452,1	1.764,8	687,4	105,1	582,3
4° trim. ^(p)	283,4	138,9	30,6	69,6	44,4	2.429,6	1.747,4	682,3	103,8	578,5
Transazioni										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,6	21,1	-1,3	22,4
2004 1° trim.	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	155,3	129,6	25,8	4,8	21,0
2° trim.	21,2	15,4	1,6	2,1	2,1	21,3	41,3	-20,1	1,2	-21,3
3° trim.	-4,9	-10,3	2,3	1,9	1,2	6,9	-4,6	11,5	3,1	8,4
4° trim. ^(p)	-3,4	-7,4	-1,0	3,2	1,8	63,0	46,4	16,4	-1,7	18,1
Variazioni percentuali										
2002 dic.	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 dic.	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 mar.	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
giu.	2,4	7,9	-7,6	-0,1	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
set.	9,5	13,2	5,1	3,3	11,4	10,7	15,3	0,4	12,5	-1,5
dic. ^(p)	5,3	4,6	5,7	4,0	9,3	10,9	13,4	5,0	7,6	4,6

F10 Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

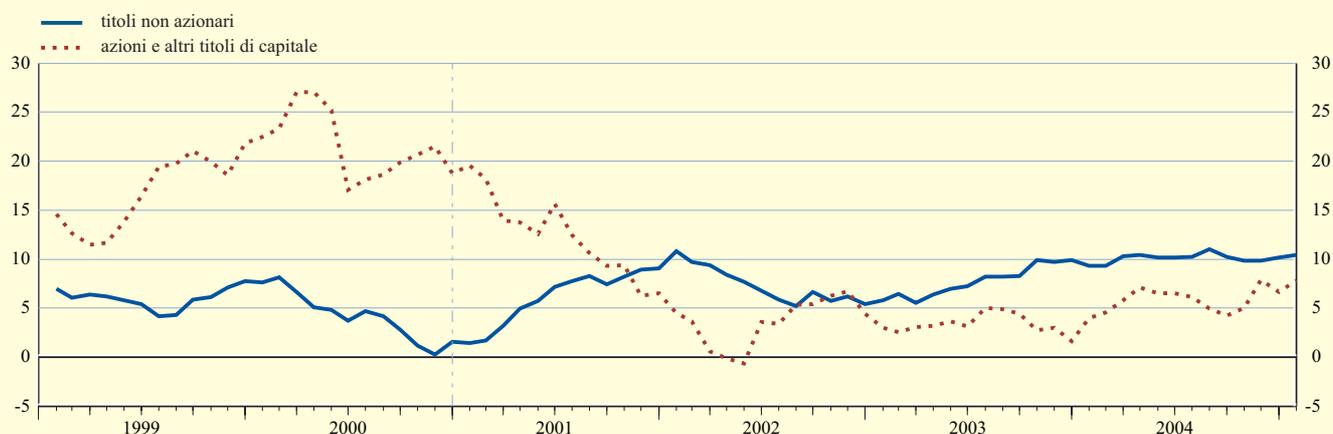
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2002	3.228,2	1.122,2	48,2	1.119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1.004,9	263,3	564,3	177,3
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.068,7	279,7	615,4	173,7
2004 1° trim.	3.767,6	1.280,9	60,9	1.283,8	17,8	416,2	18,0	690,0	1.115,8	285,7	640,7	189,5
2° trim.	3.854,7	1.296,7	62,8	1.329,5	17,6	429,0	18,1	701,2	1.154,8	294,7	654,0	206,0
3° trim.	3.912,6	1.323,0	62,9	1.330,0	15,9	430,0	17,5	733,4	1.127,2	286,6	634,0	206,6
2004 ott.	3.941,0	1.344,2	62,2	1.323,0	20,3	432,8	17,6	740,9	1.134,8	287,4	637,6	209,8
nov.	3.970,1	1.353,6	61,3	1.327,6	18,4	438,9	17,2	753,0	1.176,2	294,2	650,5	231,5
dic.	3.935,2	1.364,8	59,5	1.280,0	15,8	449,0	16,3	749,8	1.160,7	289,3	657,7	213,8
2005 gen. ^(p)	4.029,7	1.363,1	65,2	1.317,6	18,9	452,2	16,3	796,3	1.193,3	293,3	669,4	230,6
Transazioni												
2002	167,0	47,2	-0,5	38,6	-0,8	25,9	3,2	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	324,7	90,9	4,1	78,9	0,8	52,3	1,7	95,9	16,1	7,2	19,5	-10,5
2004 1° trim.	156,7	61,3	1,3	45,1	1,4	4,8	-1,1	43,9	44,7	6,1	24,6	14,0
2° trim.	89,4	15,2	1,7	44,2	0,0	13,9	0,1	14,3	26,1	6,3	8,3	11,5
3° trim.	67,7	30,8	1,5	-1,0	-1,2	-1,9	-0,2	39,8	-26,3	-7,9	-19,7	1,4
2004 ott.	35,7	20,9	0,2	-7,4	4,7	2,7	0,3	14,3	5,6	0,4	2,8	2,5
nov.	41,6	9,1	0,4	4,3	-1,4	5,7	0,2	23,2	38,7	5,8	12,1	20,8
dic.	-25,3	11,4	-0,6	-48,3	-2,2	10,8	-0,5	4,2	-17,8	-5,4	5,8	-18,2
2005 gen. ^(p)	79,6	1,6	3,9	36,5	2,5	3,6	-0,6	32,1	31,4	3,5	12,4	15,5
Variazioni percentuali												
2002 dic.	5,4	4,4	-1,8	3,7	-4,3	8,1	21,9	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 dic.	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,6	2,7	3,5	-5,7
2004 mar.	10,3	9,6	5,3	7,2	5,1	10,8	3,8	18,8	5,8	6,3	7,5	-0,2
giu.	10,1	9,5	6,6	8,5	9,7	10,2	1,5	15,3	6,5	6,4	5,3	11,1
set.	10,3	10,7	12,5	6,1	-0,4	8,1	-4,2	19,6	4,2	2,7	3,2	9,8
2004 ott.	9,9	11,4	11,1	4,1	33,2	6,7	-2,7	20,2	5,0	2,2	4,4	11,1
nov.	9,9	11,5	9,9	3,5	21,5	6,8	-3,2	21,7	7,9	4,6	4,8	23,4
dic.	10,2	12,2	7,6	3,0	8,0	8,7	-7,0	21,9	6,6	1,9	5,5	18,2
2005 gen. ^(p)	10,4	11,1	10,2	4,7	24,0	9,6	-3,9	20,8	7,8	1,7	6,3	22,6

FII Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM ¹⁾
(miliardi di euro)

1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie ²⁾

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	-	-	-	-1,0	-	-	-	-5,3	-	-	-
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,4	-2,8	-0,3	-4,3
2004 1° trim.	-1,3	-0,5	-0,2	-0,6	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
2° trim.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,0	-0,4	0,0	-0,7
3° trim.	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	-0,6
2004 ott.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
nov.	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
dic.	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,8	-0,1	0,0	-0,7	-1,5	-0,6	-0,1	-0,8
2005 gen. ^(p)	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-1,2	-0,5	-0,1	-0,7

2. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti a società non finanziarie e a non residenti nell'area dell'euro

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-7,2	-	-
2003	-17,7	-8,8	-1,3	-7,6	-1,1	-0,3	-0,7
2004 1° trim.	-6,2	-3,3	-0,6	-2,3	-1,0	-0,4	-0,6
2° trim.	-2,9	-2,0	0,2	-1,1	-0,1	0,0	-0,1
3° trim.	-1,7	-0,9	-0,2	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1
2004 ott.	-0,6	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
nov.	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	-0,2
dic.	-3,8	-1,9	-0,2	-1,7	-0,2	0,0	-0,2
2005 gen. ^(p)	-2,9	-1,3	-0,3	-1,2	-0,1	0,0	-0,1

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	39,6	9,9	0,6	13,2	-0,1	5,8	0,2	9,9	-12,3	-5,0	-1,5	-5,8
2003	-1,2	-0,9	-0,3	3,0	0,0	-1,2	-0,1	-1,8	19,4	8,0	5,0	6,4
2004 1° trim.	16,6	2,5	0,3	11,1	0,1	1,5	0,0	1,0	2,3	-0,3	1,0	1,7
2° trim.	-8,5	-0,8	0,0	-5,0	-0,1	-0,8	0,0	-2,0	0,1	-0,7	0,1	0,7
3° trim.	2,2	-0,6	-0,1	1,5	0,0	0,7	0,0	0,6	-1,5	-0,1	-0,5	-0,9
2004 ott.	0,5	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0	2,2	0,7	0,8	0,7
nov.	0,7	0,5	-0,1	0,5	-0,1	0,4	-0,1	-0,5	2,7	1,0	0,8	0,9
dic.	0,3	0,0	-0,1	1,4	-0,1	-1,2	0,0	0,3	2,4	0,6	1,4	0,5
2005 gen. ^(p)	2,5	0,3	0,1	1,1	0,1	-0,2	0,1	1,1	2,9	0,6	1,0	1,3

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ¹⁾

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

1. Depositi

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 1° trim.	4.412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
2° trim.	4.522,8	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6.565,2	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
3° trim.	4.586,6	90,5	9,5	5,7	0,5	1,5	1,3	6.587,6	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
4° trim. ^(p)	4.702,3	91,4	8,6	5,1	0,4	1,4	1,1	6.777,3	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
Non residenti dell'area dell'euro														
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1.580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004 1° trim.	1.742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
2° trim.	1.788,9	45,1	54,9	36,8	1,7	3,3	10,4	682,6	52,5	47,5	30,5	1,9	2,0	9,9
3° trim.	1.764,8	46,7	53,3	35,5	1,8	3,1	9,7	687,4	53,1	46,9	29,8	1,8	2,0	9,8
4° trim. ^(p)	1.747,4	46,8	53,2	35,3	2,0	3,3	9,8	682,3	55,1	44,9	29,1	1,5	2,1	9,4

2. Titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro

	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 1° trim.	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
2° trim.	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
3° trim.	3.597,2	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6
4° trim. ^(p)	3.654,9	84,6	15,4	7,8	1,6	1,9	2,6

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 3) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ¹⁾
 (percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

3. Prestiti

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4.193,8	-	-	-	-	-	7.920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 1° trim.	4.224,6	-	-	-	-	-	7.993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
2° trim.	4.296,2	-	-	-	-	-	8.138,1	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
3° trim.	4.356,4	-	-	-	-	-	8.213,5	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
4° trim. ^(p)	4.460,4	-	-	-	-	-	8.364,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
Non residenti nell'area dell'euro														
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 1° trim.	1.308,6	49,1	50,9	30,4	4,7	2,7	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
2° trim.	1.322,7	49,2	50,8	30,9	4,7	2,4	9,2	642,6	38,6	61,4	42,6	2,4	4,4	8,8
3° trim.	1.317,3	51,2	48,8	30,0	3,7	2,2	9,0	648,6	40,2	59,8	42,2	2,5	4,4	7,4
4° trim. ^(p)	1.336,6	51,3	48,7	30,1	3,6	2,2	8,6	641,8	42,2	57,8	40,5	2,5	4,3	7,0

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1.273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004 1° trim.	1.341,8	95,5	4,5	1,6	0,3	0,9	1,4	1.735,8	97,9	2,1	1,0	0,5	0,2	0,2
2° trim.	1.359,4	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1.794,1	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
3° trim.	1.385,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,3	1.793,3	98,1	1,9	1,0	0,5	0,1	0,2
4° trim. ^(p)	1.424,3	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.761,1	98,2	1,8	0,9	0,4	0,1	0,3
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004 1° trim.	309,2	44,7	55,3	29,6	1,2	5,0	16,6	380,8	44,4	55,6	31,1	6,1	5,4	7,1
2° trim.	312,7	46,3	53,7	32,8	1,1	0,6	16,8	388,4	45,2	54,8	33,6	6,7	1,0	7,4
3° trim.	322,3	47,7	52,3	32,2	1,0	0,5	16,2	411,1	44,2	55,8	32,3	7,6	0,8	8,4
4° trim. ^(p)	344,1	49,9	50,1	28,9	1,0	0,6	17,1	405,7	44,9	55,1	30,5	8,1	0,8	9,3

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 3) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2003 2° trim.	2.959,5	232,6	1.382,7	67,1	1.315,6	880,9	224,5	120,7	118,1
3° trim.	3.085,6	248,3	1.405,3	65,3	1.340,0	932,3	234,6	126,3	138,8
4° trim.	3.175,0	235,2	1.389,4	67,4	1.322,0	1.033,7	243,9	133,7	139,1
2004 1° trim.	3.353,6	266,5	1.433,9	70,3	1.363,6	1.102,8	262,6	136,7	151,2
2° trim.	3.366,1	244,8	1.429,4	69,2	1.360,2	1.117,1	277,1	139,7	157,9
3° trim. ^(p)	3.385,2	246,4	1.471,6	71,7	1.399,8	1.090,6	280,4	143,5	152,7

2. Passività

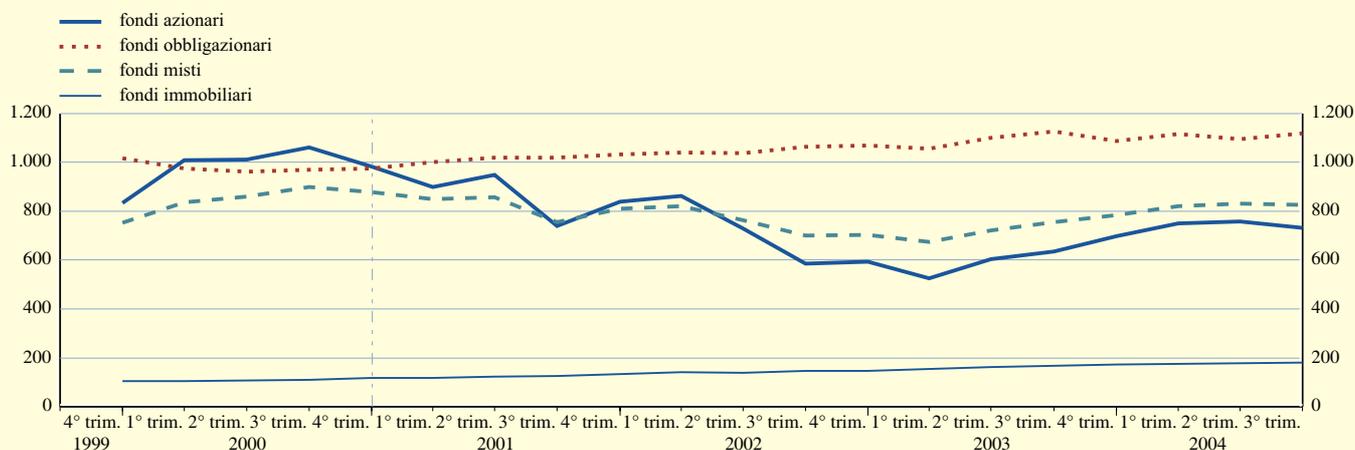
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
3° trim.	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
4° trim.	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 1° trim.	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
2° trim.	3.366,1	50,3	3.189,0	126,7
3° trim. ^(p)	3.385,2	48,7	3.209,0	127,4

3. Totale delle attività e passività per strategia di investimento e tipologia di investitore

	Totale 1	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8	
2003 2° trim.	2.959,5	603,3	1.099,6	720,8	161,4	374,4	2.140,5	819,0	
3° trim.	3.085,6	635,4	1.127,0	754,2	167,7	401,4	2.249,1	836,5	
4° trim.	3.175,0	697,8	1.086,6	783,4	171,7	435,6	2.318,4	856,6	
2004 1° trim.	3.353,6	750,5	1.116,6	821,2	175,9	489,5	2.470,4	883,2	
2° trim.	3.366,1	756,5	1.094,4	830,2	179,1	505,8	2.479,1	887,0	
3° trim. ^(p)	3.385,2	732,3	1.117,2	825,5	181,5	528,7	2.484,6	900,6	

F12 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. I dati si riferiscono ai paesi dell'area dell'euro esclusa l'Irlanda. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore
(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondi azionari									
2003 2° trim.	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
3° trim.	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
4° trim.	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 1° trim.	750,5	32,8	32,2	3,0	29,2	635,7	23,4	-	26,5
2° trim.	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
3° trim. (p)	732,3	31,5	32,8	3,5	29,3	618,7	24,4	-	25,0
Fondi obbligazionari									
2003 2° trim.	1.099,6	82,4	927,9	33,0	894,9	31,1	20,9	-	37,3
3° trim.	1.127,0	93,6	934,7	30,7	904,1	29,1	21,7	-	47,9
4° trim.	1.086,6	82,5	905,9	31,6	874,3	31,0	21,6	-	45,5
2004 1° trim.	1.116,6	97,3	918,4	35,3	883,1	32,9	21,4	-	46,6
2° trim.	1.094,4	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,5
3° trim. (p)	1.117,2	80,5	930,9	38,6	892,3	31,9	23,4	-	50,4
Fondi misti									
2003 2° trim.	720,8	49,4	311,9	20,9	291,0	237,0	91,9	0,3	30,3
3° trim.	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
4° trim.	783,4	49,5	324,0	22,1	301,9	272,5	100,5	0,3	36,7
2004 1° trim.	821,2	52,9	333,9	21,2	312,6	287,0	107,2	0,3	39,9
2° trim.	830,2	52,2	340,1	22,3	317,8	279,0	114,9	0,3	43,6
3° trim. (p)	825,5	52,3	347,7	21,8	325,8	270,6	115,3	0,3	39,4
Fondi immobiliari									
2003 2° trim.	161,4	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
3° trim.	167,7	16,1	9,0	0,6	8,4	0,8	9,5	125,3	6,9
4° trim.	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 1° trim.	175,9	14,7	9,1	0,6	8,5	0,8	7,7	135,6	8,0
2° trim.	179,1	15,0	8,5	0,6	7,9	0,7	7,7	138,6	8,7
3° trim. (p)	181,5	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	142,3	8,0

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
Fondi aperti al pubblico							
2003 2° trim.	2.140,5	181,6	912,4	691,7	168,3	104,2	82,2
3° trim.	2.249,1	199,0	927,7	736,5	176,6	108,9	100,4
4° trim.	2.318,4	191,7	913,6	815,8	183,8	115,5	98,0
2004 1° trim.	2.470,4	219,3	948,8	878,2	198,8	117,5	107,8
2° trim.	2.479,1	202,0	945,9	890,3	210,9	119,9	110,1
3° trim. (p)	2.484,6	205,5	972,6	866,0	212,3	123,1	105,2
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2003 2° trim.	819,0	51,0	470,3	189,2	56,1	16,5	36,0
3° trim.	836,5	49,3	477,6	195,8	58,0	17,4	38,4
4° trim.	856,6	43,4	475,8	217,9	60,1	18,3	41,2
2004 1° trim.	883,2	47,2	485,1	224,6	63,8	19,1	43,3
2° trim.	887,0	42,7	483,6	226,9	66,2	19,8	47,8
3° trim. (p)	900,6	40,9	499,0	224,6	68,2	20,4	47,5

Fonte: BCE.

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

	Totale	Banconote, monete e depositi								Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro	
		Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Ammi- nistrizioni centrali presso IFM dell'area dell'euro		Depositi presso settori diversi dalle IFM ¹⁾
				Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003 2° trim.	15.050,0	5.758,1	311,9	5.029,4	1.918,4	1.560,2	1.456,1	94,7	200,3	216,5	329,8
3° trim.	15.150,6	5.762,9	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	185,5	345,4
4° trim.	15.553,8	5.882,0	352,4	5.183,3	2.027,5	1.559,2	1.511,4	85,2	153,6	192,8	348,4
2004 1° trim.	15.751,7	5.915,8	350,8	5.181,1	2.021,0	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	200,1	395,0
2° trim.	16.025,4	6.053,0	372,0	5.264,5	2.101,6	1.529,7	1.553,9	79,4	223,7	192,7	396,3
3° trim.	16.081,0	6.078,5	383,5	5.284,9	2.104,7	1.532,3	1.565,1	82,8	204,1	206,0	-
Transazioni											
2003 2° trim.	206,8	131,4	21,3	85,7	83,8	-8,8	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4
3° trim.	129,7	12,4	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,7	17,2
4° trim.	150,5	124,7	29,7	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-30,3	7,3	10,9
2004 1° trim.	133,1	31,3	-1,6	-4,6	-7,2	-15,8	22,4	-3,9	30,2	7,3	40,7
2° trim.	285,9	136,4	21,2	83,1	78,8	-14,5	20,7	-1,9	39,4	-7,4	0,8
3° trim.	108,5	30,0	11,5	24,8	4,7	5,4	11,3	3,4	-19,7	13,3	-
Variazioni percentuali											
2003 2° trim.	4,5	6,4	27,6	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	13,6	22,6
3° trim.	4,7	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,3	24,5
4° trim.	4,4	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	9,0	24,5
2004 1° trim.	4,3	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,7	24,8
2° trim.	4,6	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,6	21,1
3° trim.	4,5	5,6	18,8	4,4	7,9	-1,1	6,2	-8,5	10,7	11,1	-
Titoli non azionari											
Azioni ²⁾											
Riserve tecniche di assicurazione											
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Consistenze											
2003 2° trim.	1.936,3	165,6	1.770,7	3.587,9	1.751,5	1.836,4	404,6	3.767,7	3.399,5	368,1	
3° trim.	1.927,6	166,6	1.760,9	3.624,6	1.764,0	1.860,6	408,7	3.835,6	3.464,2	371,4	
4° trim.	1.900,4	178,6	1.721,8	3.887,2	2.006,9	1.880,2	406,5	3.884,2	3.509,4	374,8	
2004 1° trim.	1.915,2	179,7	1.735,5	3.976,2	2.047,5	1.928,7	420,8	3.944,5	3.562,0	382,5	
2° trim.	1.954,7	197,5	1.757,2	4.024,9	2.109,3	1.915,6	423,9	3.992,8	3.607,7	385,1	
3° trim.	1.958,7	191,9	1.766,8	3.995,0	2.087,6	1.907,4	424,3	4.048,8	3.660,8	388,0	
Transazioni											
2003 2° trim.	-40,4	-18,3	-22,2	54,9	17,1	37,8	3,8	60,9	57,4	3,5	
3° trim.	10,1	0,0	10,1	47,7	29,9	17,8	2,7	59,4	57,1	2,3	
4° trim.	7,1	8,6	-1,5	-24,6	-24,2	-0,4	-10,2	43,3	41,5	1,8	
2004 1° trim.	11,3	0,7	10,7	22,0	-3,5	25,5	15,0	68,4	60,7	7,7	
2° trim.	43,8	16,3	27,5	54,6	56,2	-1,6	-0,5	51,1	48,5	2,7	
3° trim.	0,3	-5,8	6,1	19,1	17,7	1,4	-2,2	59,1	56,2	2,9	
Variazioni percentuali											
2003 2° trim.	-2,5	-15,7	-1,0	3,4	0,5	7,1	13,6	6,3	6,7	2,6	
3° trim.	-3,5	-25,3	-0,9	4,5	2,0	6,9	9,3	6,4	6,9	2,4	
4° trim.	-2,4	-16,1	-0,7	4,0	1,1	6,9	8,5	6,6	6,9	3,7	
2004 1° trim.	-0,6	-4,7	-0,2	3,1	1,3	4,6	2,8	6,3	6,5	4,2	
2° trim.	3,7	15,4	2,6	2,8	3,3	2,3	1,7	5,9	6,1	3,9	
3° trim.	3,2	11,9	2,4	2,0	2,6	1,3	0,5	5,8	6,0	4,1	

Fonte: BCE.

- 1) Comprende i depositi presso le Amministrazioni centrali (S1311 nel SEC95) dell'area dell'euro, altri intermediari finanziari (S123 nel SEC95) e società di assicurazione e fondi pensione (S125 nel SEC95).
- 2) Escluse le azioni non quotate.

3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro												Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari
	Totale			Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie ¹⁾			
	1	2	3	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine		13
Consistenze													
2003 2° trim.	16.188,4	8.243,6	7.236,1	877,7	70,0	807,7	3.651,8	1.213,2	2.438,6	3.714,1	291,4	3.422,6	253,8
3° trim.	16.257,4	8.328,4	7.293,7	886,5	71,1	815,4	3.657,6	1.184,8	2.472,9	3.784,2	286,0	3.498,2	275,6
4° trim.	16.586,7	8.469,2	7.397,1	957,2	81,0	876,2	3.660,7	1.164,7	2.496,0	3.851,2	287,4	3.563,8	266,5
2004 1° trim.	16.931,0	8.522,4	7.466,6	961,8	85,0	876,8	3.655,6	1.161,5	2.494,1	3.905,0	281,7	3.623,3	305,5
2° trim.	17.148,0	8.670,6	7.597,7	954,6	90,5	864,1	3.699,6	1.168,9	2.530,7	4.016,4	294,0	3.722,5	303,8
3° trim.	17.226,3	8.749,0	7.675,6	949,8	89,1	860,7	3.702,6	1.150,9	2.551,7	4.096,6	290,7	3.805,9	-
Transazioni													
2003 2° trim.	238,7	116,3	84,1	-4,6	3,3	-7,9	51,5	24,2	27,3	69,4	5,3	64,2	2,6
3° trim.	137,4	81,9	58,8	8,9	1,1	7,8	1,9	-25,9	27,8	71,1	-4,7	75,8	22,9
4° trim.	119,0	113,0	118,4	22,3	9,9	12,4	17,1	-16,1	33,2	73,6	4,6	69,0	-1,4
2004 1° trim.	199,5	50,3	76,5	6,0	4,0	2,1	-13,6	-6,2	-7,4	57,9	-4,2	62,1	33,5
2° trim.	264,9	153,7	134,8	-8,8	5,5	-14,3	67,5	13,5	54,1	95,0	8,9	86,1	-2,0
3° trim.	137,7	83,1	86,3	-4,4	-1,4	-3,0	4,8	-15,4	20,3	82,7	-2,7	85,5	-
Variazioni percentuali													
2003 2° trim.	4,9	4,9	4,0	0,9	34,4	-1,3	4,2	1,4	5,7	6,5	-1,5	7,3	3,7
3° trim.	5,2	5,4	4,3	2,8	33,1	0,8	4,4	1,0	6,1	7,1	-1,4	7,9	16,1
4° trim.	4,8	5,0	4,6	3,6	36,4	1,2	3,2	0,1	4,7	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 1° trim.	4,4	4,4	4,7	3,7	26,5	1,8	1,6	-2,0	3,3	7,5	0,4	8,1	22,5
2° trim.	4,5	4,8	5,4	3,2	29,1	1,0	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,6	20,9
3° trim.	4,4	4,8	5,7	1,7	25,1	-0,3	2,1	-2,0	4,0	8,2	2,3	8,6	-

	Titoli non azionari emessi da:									Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie
	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			21	22	23			
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine						
Consistenze												
2003 2° trim.	5.003,8	4.415,4	564,2	3.851,2	588,4	166,4	422,0	2.449,8	205,7	285,6		
3° trim.	4.991,9	4.407,3	558,3	3.849,0	584,6	165,2	419,4	2.473,0	174,3	289,8		
4° trim.	4.919,2	4.328,2	539,7	3.788,5	591,0	164,3	426,7	2.726,3	181,7	290,4		
2004 1° trim.	5.091,1	4.494,8	577,2	3.917,6	596,3	180,7	415,6	2.834,2	189,0	294,4		
2° trim.	5.153,9	4.544,0	594,5	3.949,5	609,9	192,3	417,6	2.843,0	181,9	298,7		
3° trim.	5.216,0	4.602,6	588,4	4.014,1	613,4	188,2	425,2	2.763,5	195,0	302,9		
Transazioni												
2003 2° trim.	103,8	88,0	34,1	53,9	15,9	-0,6	16,5	14,9	-0,6	4,2		
3° trim.	45,0	42,6	-5,7	48,3	2,4	-0,9	3,4	3,9	2,4	4,2		
4° trim.	-5,5	-13,5	-18,3	4,8	8,0	-0,8	8,8	0,0	7,4	4,1		
2004 1° trim.	135,7	136,6	36,1	100,5	-0,8	16,2	-17,0	2,1	7,3	4,0		
2° trim.	109,7	94,4	17,1	77,3	15,3	11,7	3,6	4,5	-7,1	4,3		
3° trim.	31,8	26,2	-5,7	31,9	5,6	-3,9	9,5	5,4	13,1	4,3		
Variazioni percentuali												
2003 2° trim.	7,3	6,7	15,6	5,5	11,8	27,7	6,4	0,6	13,4	5,8		
3° trim.	6,7	6,3	14,6	5,2	9,8	20,0	6,2	0,7	13,2	5,8		
4° trim.	6,2	5,7	12,5	4,8	10,4	13,7	9,1	0,8	8,9	6,0		
2004 1° trim.	5,7	5,9	8,7	5,5	4,5	8,3	2,9	1,0	7,5	5,9		
2° trim.	5,7	5,9	5,2	6,0	4,2	15,7	-0,3	0,4	4,8	5,8		
3° trim.	5,4	5,5	5,2	5,6	4,8	14,1	1,2	0,5	11,8	5,8		

Fonte: BCE.

1) Compresa le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

	Principali attività finanziarie											
	Totale	Depositi presso le IFM dell'area dell'euro					Prestiti			Titoli non azionari		
		Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Consistenze											
2003 2° trim.	3.460,3	538,1	63,8	450,5	1,6	22,3	337,5	65,1	272,4	1.398,3	55,8	1.342,4
3° trim.	3.513,8	533,3	57,5	455,3	1,8	18,7	339,5	65,8	273,6	1.419,8	58,7	1.361,2
4° trim.	3.623,6	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	328,2	66,7	261,5	1.447,7	59,9	1.387,8
2004 1° trim.	3.772,7	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	338,3	69,4	268,9	1.516,2	57,7	1.458,5
2° trim.	3.798,3	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	335,5	71,0	264,5	1.523,3	54,1	1.469,2
3° trim.	3.860,4	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	338,0	71,7	266,3	1.579,8	62,9	1.516,8
	Transazioni											
2003 2° trim.	43,2	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	4,4	1,4	3,0	18,9	-2,2	21,1
3° trim.	34,1	-6,2	-6,4	3,8	0,3	-3,8	2,0	0,7	1,2	22,8	2,8	19,9
4° trim.	60,5	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-11,3	0,9	-12,2	37,4	1,2	36,2
2004 1° trim.	95,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	10,0	2,7	7,3	44,0	-1,8	45,8
2° trim.	31,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-2,8	1,6	-4,4	25,1	-3,6	28,7
3° trim.	51,1	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	2,5	0,7	1,8	37,9	8,8	29,1
	Variazioni percentuali											
2003 2° trim.	6,7	6,8	28,9	3,9	-1,6	17,4	-0,6	-11,9	2,6	11,7	40,3	10,8
3° trim.	6,5	5,0	11,7	3,6	-1,6	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,0	21,3	9,6
4° trim.	6,2	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	10,0	17,4	9,7
2004 1° trim.	7,0	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	1,5	9,0	-0,2	9,0	0,1	9,4
2° trim.	6,4	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,5	9,7
3° trim.	6,8	7,5	6,9	7,7	-12,8	6,7	-0,5	8,9	-2,7	10,2	7,8	10,3

	Principali attività finanziarie						Principali passività								
	Azioni ¹⁾				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione				
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri		
					13	14			15	16				17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Consistenze														
2003 2° trim.	1.072,7	472,9	599,7	64,4	113,8	3.734,3	60,6	44,8	18,4	163,7	3.491,6	2.970,8	520,8		
3° trim.	1.106,0	490,4	615,6	60,6	115,2	3.801,7	62,7	44,3	19,0	165,2	3.554,9	3.029,2	525,7		
4° trim.	1.188,8	542,0	646,8	64,1	116,5	3.863,2	51,9	35,4	20,9	190,5	3.600,0	3.069,7	530,3		
2004 1° trim.	1.241,1	558,7	682,4	63,5	119,8	3.930,9	61,6	46,3	21,7	191,5	3.656,1	3.115,0	541,1		
2° trim.	1.253,4	556,4	697,1	63,8	120,7	3.984,2	69,6	53,7	22,1	193,9	3.698,6	3.154,3	544,2		
3° trim.	1.246,5	547,3	699,2	63,4	122,6	4.025,9	69,5	52,5	20,5	186,4	3.749,5	3.200,9	548,6		
	Transazioni														
2003 2° trim.	15,6	3,9	11,6	4,6	2,1	62,1	-0,3	2,3	0,1	4,5	57,8	51,1	6,6		
3° trim.	14,1	4,9	9,2	-4,2	1,4	58,2	2,0	-0,5	0,5	0,0	55,7	50,9	4,8		
4° trim.	22,8	7,0	15,8	4,2	1,5	33,9	-10,8	-8,9	1,8	5,0	37,9	33,9	4,0		
2004 1° trim.	23,6	2,0	21,7	-0,6	3,2	76,8	9,6	10,8	0,4	0,8	66,0	54,1	11,9		
2° trim.	0,8	-8,5	9,2	0,1	0,9	54,8	7,6	7,0	0,5	0,1	46,6	42,4	4,2		
3° trim.	0,6	2,4	-1,7	-0,3	1,9	56,2	-0,1	-1,1	-1,2	2,1	55,4	50,0	5,4		
	Variazioni percentuali														
2003 2° trim.	3,5	-0,5	7,1	23,0	5,8	5,9	0,8	4,5	-0,8	1,5	6,4	6,9	4,0		
3° trim.	4,9	0,1	8,7	18,1	4,6	6,3	6,7	9,4	2,8	2,8	6,5	7,0	3,6		
4° trim.	5,8	2,6	8,3	11,6	6,9	6,7	12,9	12,7	12,6	6,2	6,6	6,9	4,9		
2004 1° trim.	7,8	4,3	10,3	6,5	7,3	6,4	0,9	8,5	15,4	8,3	6,4	6,5	5,3		
2° trim.	5,7	1,1	9,3	-1,0	6,2	6,0	14,0	18,8	17,6	3,6	5,9	6,1	4,8		
3° trim.	4,3	0,6	7,3	5,4	6,5	5,8	10,2	17,5	8,1	4,8	5,8	6,0	4,8		

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte ¹⁾	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	350,5	1.137,7	-797,1	9,9	0,0	1.938,9	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	37,4
1998	411,5	1.201,7	-823,6	33,2	0,2	2.412,5	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	47,9
1999	448,6	1.290,5	-863,7	21,6	0,2	3.113,7	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	43,8
2000	485,7	1.389,6	-913,1	25,9	-16,7	2.911,6	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	24,4
2001	459,8	1.441,3	-973,6	-10,0	2,0	2.597,0	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-12,9
2002	389,0	1.428,1	-1.021,8	-18,3	1,1	2.311,9	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	52,6
2003	391,8	1.440,3	-1.054,5	5,6	0,5	2.420,4	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	37,1

	Variazione della ricchezza netta ⁴⁾				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	467,2	1.479,1	-1.021,8	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	419,5	1.469,0	-1.054,5	5,0	2.392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

2. Società non finanziarie

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1.147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	172,0	757,6	-580,9	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,7	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	157,4	745,6	-597,4	354,6	69,3	-57,9	107,6	191,3	74,9	644,7	437,1	55,0	174,1	194,9

3. Famiglie⁵⁾

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	164,9	376,0	-211,5	429,4	69,3	-20,8	192,5	217,6	424,6	615,6	169,7	168,3	3.818,3	16,1
1998	176,8	388,0	-216,2	446,3	92,9	-119,0	287,4	209,3	408,4	593,5	214,6	213,3	3.924,7	15,1
1999	188,1	417,6	-231,5	475,0	122,6	-28,5	195,8	245,2	394,7	580,0	268,4	266,9	4.086,0	14,2
2000	197,9	438,1	-241,6	434,8	66,2	35,3	122,6	245,9	406,2	607,7	226,4	224,7	4.290,6	14,2
2001	184,5	445,7	-259,0	415,6	180,7	82,7	45,4	229,1	423,9	649,7	176,2	174,3	4.576,4	14,2
2002	161,1	454,2	-279,4	483,2	220,6	83,1	-1,0	211,3	431,2	672,3	213,2	211,1	4.712,8	14,3
2003	166,1	462,2	-291,1	530,5	224,2	16,6	83,6	229,8	436,4	693,8	260,2	257,9	4.853,6	14,3

Fonte: BCE.

- 1) Comprende le acquisizioni nette di beni di valore.
- 2) Esclusi i prodotti finanziari derivati.
- 3) Prodotti finanziari derivati, altri conti attivi e passivi e discrepanza statistica.
- 4) Derivante da risparmio e trasferimenti netti in conto capitale, al netto del consumo di capitale fisso.
- 5) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 6) Risparmio lordo in percentuale del reddito disponibile.

4

MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

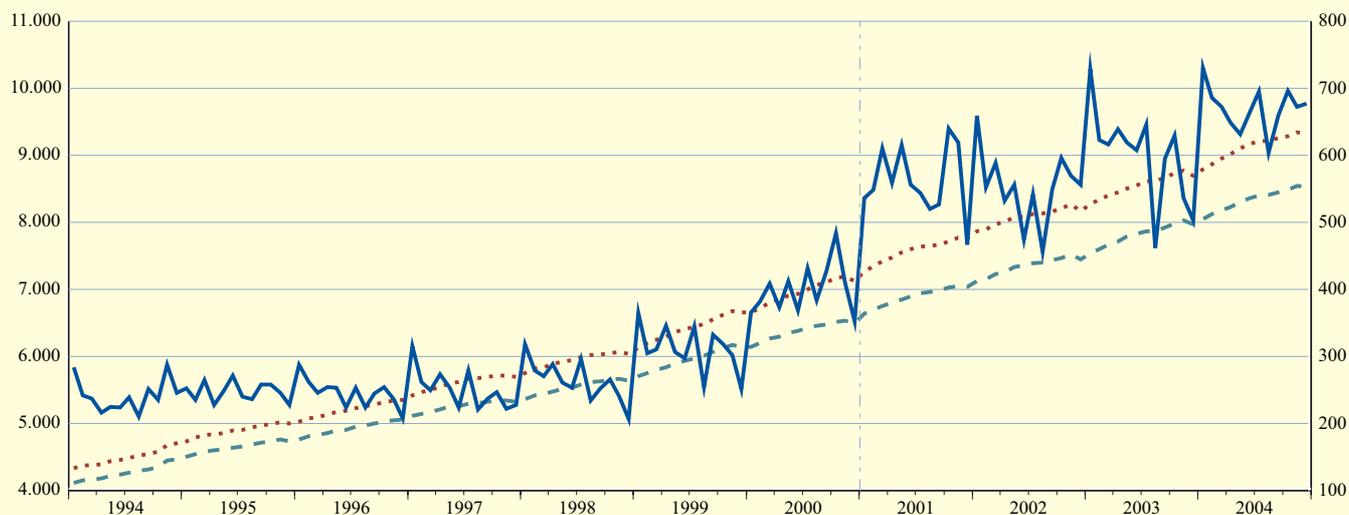
(miliardi di euro salvo diversa indicazione, transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾				Residenti nell'area dell'euro							
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Totale				Di cui in euro			
					Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze (in perc.)	Emissioni lorde (in perc.)	Rimborsi (in perc.)	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2003 dic.	9.206,7	521,0	553,5	-32,5	8.698,3	503,0	557,4	-54,3	91,6	93,8	94,6	-55,4
2004 gen.	9.277,5	738,5	665,4	73,2	8.789,7	730,8	644,7	86,1	91,5	94,2	94,8	77,7
feb.	9.353,5	698,5	622,7	75,8	8.865,9	685,5	605,6	79,9	91,6	94,6	94,2	77,6
mar.	9.462,1	717,6	608,8	108,8	8.951,5	672,8	597,1	75,8	91,3	92,7	95,3	54,9
apr.	9.488,3	649,0	624,6	24,4	9.019,3	648,7	587,0	61,7	91,2	93,3	95,0	47,2
mag.	9.588,4	649,6	549,7	99,8	9.102,2	631,2	543,7	87,5	91,2	93,9	94,9	76,6
giu.	9.696,6	711,0	601,8	109,3	9.169,0	664,4	597,6	66,7	91,2	94,3	94,7	60,4
lug.	9.716,7	707,8	685,9	21,9	9.211,1	695,1	653,5	41,6	91,1	94,1	94,6	35,8
ago.	9.747,6	619,7	588,7	30,9	9.223,6	603,6	588,4	15,1	91,2	94,7	94,7	14,4
set.	9.858,1	723,7	613,4	110,3	9.255,2	659,6	618,5	41,0	91,3	94,9	94,4	41,8
ott.	9.880,4	711,7	690,6	21,0	9.289,5	696,2	656,6	39,6	91,3	93,7	94,9	29,6
nov.	9.971,3	702,6	616,9	85,7	9.341,8	672,7	613,6	59,1	91,5	94,3	94,3	56,3
dic.	9.985,2	704,2	691,3	12,9	9.321,1	677,6	692,1	-14,5	91,5	95,3	95,2	-13,3
	A lungo termine											
2003 dic.	8.348,3	119,3	120,5	-1,2	7.867,6	112,1	114,6	-2,5	91,7	90,4	93,1	-5,3
2004 gen.	8.405,8	195,8	137,6	58,2	7.915,2	178,4	139,1	39,3	91,6	92,9	90,9	39,2
feb.	8.491,2	193,5	109,1	84,3	7.997,9	182,7	98,8	84,0	91,7	92,2	88,0	81,6
mar.	8.553,2	213,5	150,8	62,7	8.063,5	189,6	132,7	56,9	91,4	86,8	94,1	39,7
apr.	8.594,6	163,8	124,1	39,6	8.114,3	155,5	110,2	45,3	91,3	88,5	94,7	33,3
mag.	8.696,6	175,0	72,3	102,7	8.198,5	156,7	67,9	88,8	91,3	89,3	90,9	78,2
giu.	8.782,8	204,2	120,0	84,1	8.270,9	181,0	112,3	68,7	91,3	92,9	92,2	64,6
lug.	8.818,8	190,3	152,7	37,6	8.306,7	173,4	138,6	34,8	91,2	91,8	93,7	29,3
ago.	8.846,2	87,2	60,2	26,9	8.322,3	75,3	58,2	17,1	91,2	86,9	91,4	12,2
set.	8.939,1	191,1	99,5	91,6	8.370,1	156,4	102,2	54,2	91,3	91,6	88,8	52,5
ott.	8.973,3	173,9	140,1	33,8	8.388,6	158,1	132,2	25,9	91,3	88,1	93,7	15,4
nov.	9.048,2	167,8	96,7	71,1	8.441,2	154,2	93,9	60,3	91,4	89,1	92,1	50,9
dic.	9.082,4	147,5	114,0	33,5	8.458,0	134,7	109,9	24,8	91,5	91,7	89,8	24,8

F13 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)

- emissioni lorde totali (scala di destra)
- - - consistenze totali (scala di sinistra)
- - - consistenze in euro (scala di sinistra)



Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

1. Consistenze
(dati di fine periodo)

	Totale						Di cui in euro (in percentuale)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2003	8.698	3.288	678	592	3.922	219	91,6	85,5	87,8	88,4	97,7	95,4
2004	9.321	3.593	764	601	4.113	249	91,5	84,9	90,8	87,9	97,7	95,7
2004 1° trim.	8.952	3.403	680	592	4.045	232	91,3	85,2	87,7	87,8	97,4	95,5
2° trim.	9.169	3.476	708	608	4.138	239	91,2	84,7	88,5	87,6	97,4	95,5
3° trim.	9.255	3.533	714	604	4.162	242	91,3	84,7	89,4	87,5	97,6	95,7
4° trim.	9.321	3.593	764	601	4.113	249	91,5	84,9	90,8	87,9	97,7	95,7
2004 set.	9.255	3.533	714	604	4.162	242	91,3	84,7	89,4	87,5	97,6	95,7
ott.	9.290	3.565	723	606	4.152	243	91,3	84,6	89,7	87,6	97,6	95,7
nov.	9.342	3.578	742	608	4.166	248	91,5	84,8	90,3	87,8	97,6	95,7
dic.	9.321	3.593	764	601	4.113	249	91,5	84,9	90,8	87,9	97,7	95,7
	A breve termine											
2003	831	360	6	94	367	3	91,2	81,8	100,0	94,1	99,6	87,6
2004	863	400	7	90	362	4	91,7	83,8	93,9	95,8	99,5	85,1
2004 1° trim.	888	374	5	102	403	4	90,7	81,4	100,0	94,7	98,3	83,7
2° trim.	898	378	5	108	402	5	90,3	80,5	100,0	95,2	98,2	83,2
3° trim.	885	370	6	100	405	5	91,2	82,1	96,1	95,7	98,5	82,8
4° trim.	863	400	7	90	362	4	91,7	83,8	93,9	95,8	99,5	85,1
2004 set.	885	370	6	100	405	5	91,2	82,1	96,1	95,7	98,5	82,8
ott.	901	384	6	99	407	4	91,3	82,5	96,0	95,4	98,6	83,4
nov.	901	391	6	98	400	5	92,1	84,2	95,1	95,6	99,0	89,9
dic.	863	400	7	90	362	4	91,7	83,8	93,9	95,8	99,5	85,1
	Totale a lungo termine ¹⁾											
2003	7.868	2.927	672	498	3.555	215	91,7	86,0	87,6	87,3	97,5	95,5
2004	8.458	3.194	757	511	3.751	245	91,5	85,0	90,8	86,5	97,6	95,8
2004 1° trim.	8.063	3.029	675	490	3.642	228	91,4	85,7	87,6	86,3	97,3	95,7
2° trim.	8.271	3.098	703	500	3.737	234	91,3	85,2	88,4	85,9	97,3	95,8
3° trim.	8.370	3.163	708	505	3.757	237	91,3	85,0	89,3	85,9	97,5	95,9
4° trim.	8.458	3.194	757	511	3.751	245	91,5	85,0	90,8	86,5	97,6	95,8
2004 set.	8.370	3.163	708	505	3.757	237	91,3	85,0	89,3	85,9	97,5	95,9
ott.	8.389	3.181	717	507	3.745	239	91,3	84,9	89,7	86,0	97,5	96,0
nov.	8.441	3.187	735	509	3.767	243	91,4	84,9	90,3	86,3	97,5	95,8
dic.	8.458	3.194	757	511	3.751	245	91,5	85,0	90,8	86,5	97,6	95,8
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2003	6.120	1.885	407	423	3.240	165	91,8	85,4	80,4	86,8	97,4	95,4
2004	6.389	1.931	425	418	3.430	186	91,8	84,1	84,3	85,9	97,5	95,6
2004 1° trim.	6.249	1.926	412	414	3.324	173	91,6	84,9	80,4	85,7	97,3	95,5
2° trim.	6.366	1.943	419	419	3.409	177	91,5	84,5	81,3	85,1	97,3	95,6
3° trim.	6.393	1.950	414	417	3.431	181	91,6	84,1	82,5	85,4	97,4	95,8
4° trim.	6.389	1.931	425	418	3.430	186	91,8	84,1	84,3	85,9	97,5	95,6
2004 set.	6.393	1.950	414	417	3.431	181	91,6	84,1	82,5	85,4	97,4	95,8
ott.	6.372	1.944	415	418	3.414	181	91,6	84,0	82,9	85,5	97,4	95,8
nov.	6.393	1.937	422	418	3.432	185	91,6	83,9	83,7	85,7	97,4	95,6
dic.	6.389	1.931	425	418	3.430	186	91,8	84,1	84,3	85,9	97,5	95,6
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2003	1.591	959	261	58	261	51	91,3	87,5	98,8	89,5	97,5	95,8
2004	1.886	1.145	328	80	274	59	90,9	86,8	99,1	88,9	97,7	96,6
2004 1° trim.	1.650	1.008	259	63	265	55	91,2	87,5	98,7	89,4	97,5	96,0
2° trim.	1.728	1.048	281	67	276	57	90,8	86,7	98,9	89,9	97,5	96,2
3° trim.	1.788	1.100	291	74	267	56	90,7	86,7	99,0	87,8	97,5	96,3
4° trim.	1.886	1.145	328	80	274	59	90,9	86,8	99,1	88,9	97,7	96,6
2004 set.	1.788	1.100	291	74	267	56	90,7	86,7	99,0	87,8	97,5	96,3
ott.	1.826	1.123	299	75	272	57	90,6	86,6	99,0	88,1	97,6	96,4
nov.	1.857	1.136	310	77	275	59	90,8	86,7	99,1	88,5	97,6	96,5
dic.	1.886	1.145	328	80	274	59	90,9	86,8	99,1	88,9	97,7	96,6

Fonte: BCE

1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento

(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

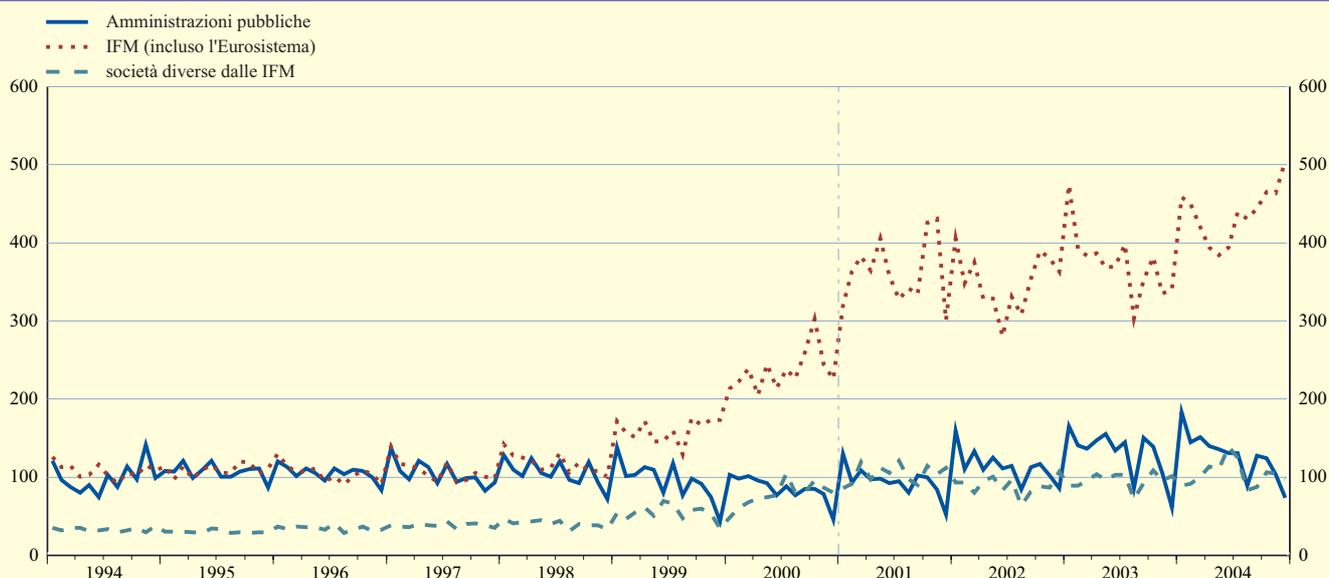
2. Emissioni lorde

(transazioni nel periodo)

	Totale						A lungo termine ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale						A lungo termine con tasso fisso					
2003	7.205,1	4.485,6	244,7	909,4	1.478,8	86,5	1.284,7	414,3	113,7	88,9	626,4	41,4
2004	8.038,1	5.248,3	226,4	1.026,1	1.457,1	80,2	1.194,7	407,8	78,0	59,4	614,0	35,4
2004 1° trim.	2.089,2	1.328,5	38,1	243,4	453,0	26,2	376,8	135,6	16,8	11,7	199,7	13,2
2° trim.	1.944,2	1.173,1	64,0	300,3	387,5	19,3	307,6	91,3	21,8	19,5	166,8	8,1
3° trim.	1.958,2	1.313,3	41,5	254,9	333,2	15,2	247,8	86,6	10,3	14,0	130,9	6,1
4° trim.	2.046,5	1.433,4	82,8	227,5	283,4	19,4	262,4	94,4	29,1	14,3	116,6	8,0
2004 set.	659,6	443,8	12,1	75,8	120,4	7,4	99,5	39,4	2,7	3,4	49,8	4,2
ott.	696,2	464,8	20,9	85,9	119,1	5,6	93,8	28,4	6,4	8,2	49,0	1,8
nov.	672,7	463,7	30,3	74,6	95,4	8,8	94,3	32,9	13,4	3,3	40,3	4,3
dic.	677,6	504,9	31,6	67,1	68,9	5,1	74,3	33,1	9,2	2,8	27,3	1,9
	Di cui a breve termine						A lungo termine con tasso variabile					
2003	5.331,9	3.698,2	41,3	796,1	767,6	28,6	507,6	336,7	89,6	11,7	53,3	16,4
2004	6.142,0	4.381,9	42,9	930,3	755,6	31,3	611,2	401,0	105,3	31,6	59,7	13,5
2004 1° trim.	1.538,4	1.071,9	10,0	224,7	223,7	8,1	146,6	105,5	11,3	6,6	18,4	4,9
2° trim.	1.451,0	969,0	11,1	271,0	191,3	8,5	159,4	96,9	30,9	7,8	21,1	2,7
3° trim.	1.553,1	1.118,9	10,6	230,1	185,9	7,6	136,0	95,2	20,6	10,0	8,6	1,6
4° trim.	1.599,5	1.222,2	11,2	204,4	154,7	7,0	169,1	103,3	42,5	7,3	11,7	4,4
2004 set.	503,1	361,5	3,2	71,2	64,5	2,6	51,9	40,1	6,2	1,1	4,0	0,6
ott.	538,1	393,6	4,2	75,1	63,1	2,1	59,4	38,7	10,3	1,9	7,0	1,6
nov.	518,5	393,0	4,3	68,1	50,4	2,7	55,6	34,2	12,5	2,5	4,7	1,7
dic.	542,9	435,6	2,7	61,3	41,2	2,2	54,1	30,5	19,7	2,9	0,0	1,0

F14 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

(miliardi di euro, transazioni nel periodo, valori nominali)



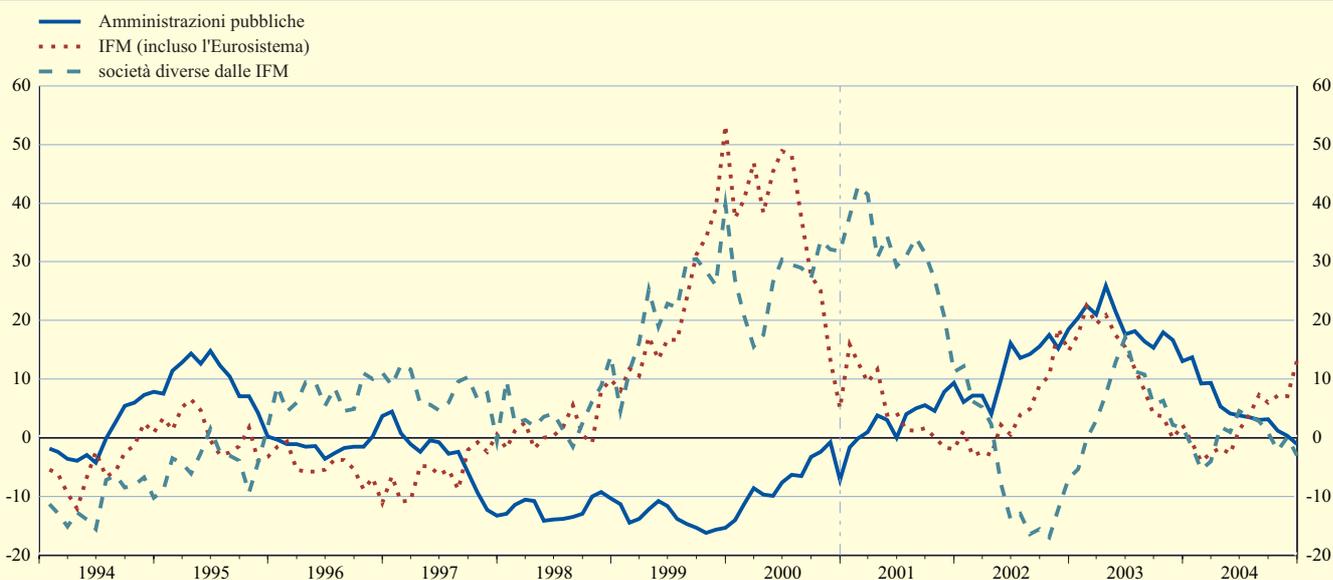
Fonte: BCE.

1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾
(variazioni percentuali)

	Totale						A breve termine					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammi- nistrations pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammi- nistrations pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tutte le valute												
2003	6,8	5,1	26,2	9,0	4,6	26,0	14,1	12,1	1,1	5,7	19,2	-2,0
2004	7,1	8,0	15,1	4,3	4,9	17,5	3,2	2,2	-10,5	0,7	4,9	22,1
2004 1° trim.	7,0	6,3	20,7	6,9	4,8	21,4	3,5	-1,8	-17,9	-1,8	11,4	6,8
2° trim.	7,0	8,0	15,4	3,2	5,0	18,5	1,7	-1,7	-16,6	2,1	5,2	15,4
3° trim.	7,3	8,7	13,2	3,9	5,2	16,4	4,0	4,9	-11,1	3,9	3,1	27,2
4° trim.	6,9	9,0	11,8	3,3	4,6	14,3	3,6	8,0	5,7	-1,4	0,5	41,3
2004 lug.	7,2	8,4	13,4	4,5	5,2	16,0	3,7	4,0	-17,4	4,8	3,3	17,3
ago.	7,4	8,9	12,9	3,7	5,4	16,8	4,8	7,3	-8,6	3,6	2,8	35,1
set.	7,1	9,1	11,0	3,8	4,9	15,3	4,1	6,0	3,4	0,7	2,8	41,7
ott.	6,7	8,9	10,9	3,3	4,4	14,1	3,3	7,2	1,6	-2,4	0,9	38,6
nov.	6,9	8,7	12,4	3,4	4,5	14,2	3,1	7,1	5,0	-0,2	-0,2	53,1
dic.	7,3	9,6	13,2	2,4	4,9	14,0	4,8	13,2	16,9	-4,3	-1,3	22,8
Euro												
2003	6,5	3,9	32,0	10,0	4,4	24,9	15,7	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,0
2004	6,7	6,7	18,7	3,6	5,0	17,2	3,0	1,7	-11,9	0,9	4,8	20,6
2004 1° trim.	6,8	5,3	24,7	7,0	4,9	20,6	4,3	-1,0	-17,9	-2,5	11,3	7,4
2° trim.	6,7	6,7	19,0	2,6	5,0	18,1	1,5	-2,5	-15,5	1,7	5,0	12,8
3° trim.	6,9	7,1	17,0	2,8	5,3	16,3	3,0	2,5	-13,7	4,4	3,0	22,6
4° trim.	6,6	7,7	15,3	2,2	4,6	14,4	3,4	7,9	0,7	-0,1	0,6	43,1
2004 lug.	6,8	6,9	17,4	3,4	5,3	15,9	2,7	1,7	-20,6	4,8	3,3	12,5
ago.	7,0	7,2	16,9	2,5	5,5	16,8	3,3	3,9	-11,0	4,2	2,6	30,7
set.	6,8	7,8	14,5	2,7	5,0	15,4	3,4	4,3	-0,6	2,0	2,8	38,0
ott.	6,4	7,6	14,2	2,3	4,4	14,3	3,0	6,7	-2,5	-1,2	1,1	38,6
nov.	6,4	7,4	16,0	2,4	4,5	14,1	3,1	7,5	-0,2	1,2	-0,1	62,6
dic.	7,0	8,5	16,5	1,5	4,8	14,3	4,9	14,9	9,7	-2,5	-1,4	18,9

F15 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente
(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

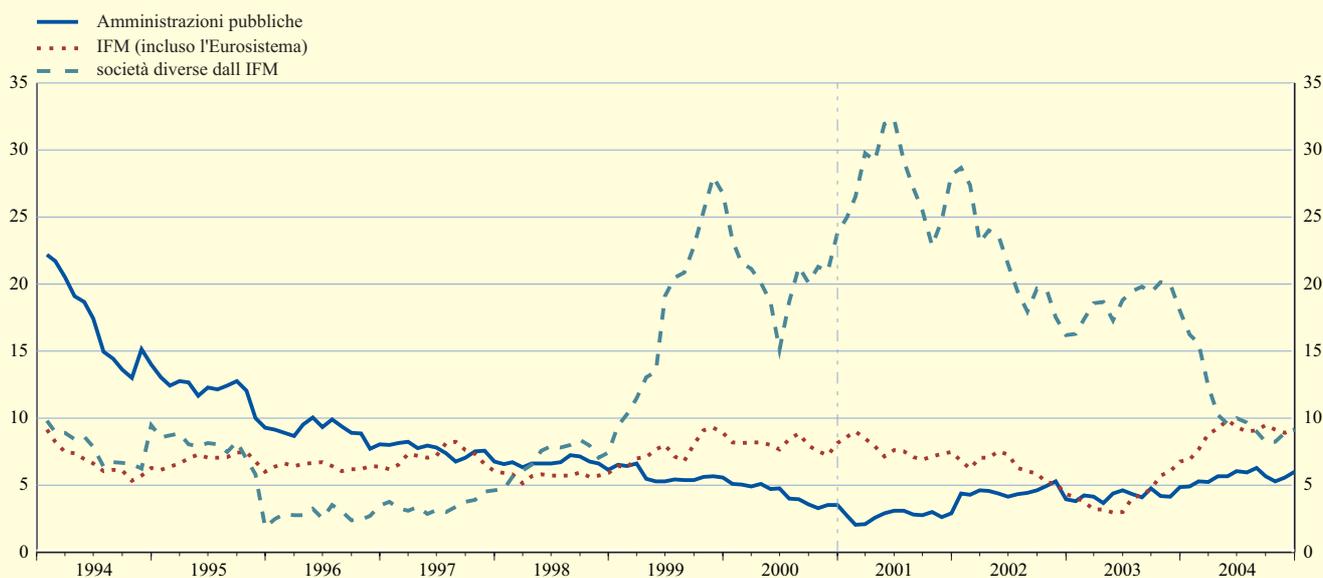
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
2003	5,2	2,1	15,4	12,6	4,4	22,6	8,9	8,3	54,7	-13,4	-9,2	43,2
2004	5,1	3,0	7,6	3,8	5,7	14,8	16,6	18,3	29,4	10,1	0,4	26,5
2004 1° trim.	5,7	3,0	12,6	9,9	5,3	18,4	13,9	15,2	37,9	-8,5	-4,3	33,4
2° trim.	5,5	3,8	9,5	3,6	5,8	15,2	16,2	18,8	27,4	-0,1	0,9	30,1
3° trim.	4,9	3,0	4,8	1,3	6,1	13,6	17,9	19,0	28,9	20,7	3,0	25,2
4° trim.	4,3	2,3	4,1	0,8	5,6	12,5	18,1	20,0	24,8	32,0	2,1	18,8
2004 lug.	4,8	3,0	4,8	1,5	6,0	13,0	18,0	18,6	29,9	22,8	4,0	26,3
ago.	4,8	2,7	3,9	0,7	6,3	14,4	18,5	19,4	30,1	22,7	4,3	23,7
set.	4,7	3,2	3,2	1,1	5,7	13,4	17,3	19,6	24,7	27,5	0,3	20,1
ott.	4,2	2,2	3,3	1,6	5,4	12,3	17,7	20,4	24,0	29,3	0,1	18,7
nov.	4,1	1,8	4,7	0,3	5,5	12,0	18,8	20,4	25,2	35,0	3,6	19,1
dic.	4,6	2,6	5,2	-0,3	5,9	13,0	18,3	18,9	25,5	36,0	4,8	17,2
	Euro											
2003	4,6	0,1	20,7	13,1	4,2	21,3	9,1	7,7	54,7	-8,9	-9,2	43,7
2004	4,8	1,3	11,9	2,6	5,8	14,8	16,1	17,6	29,5	10,6	0,3	25,4
2004 1° trim.	5,5	1,6	17,1	9,7	5,4	17,7	13,5	14,4	37,7	-5,7	-4,5	31,9
2° trim.	5,2	2,0	13,9	2,3	5,8	15,0	15,8	18,2	27,4	2,2	0,9	28,8
3° trim.	4,7	1,2	9,1	-0,2	6,2	13,9	17,2	18,1	29,2	18,6	3,0	24,1
4° trim.	4,0	0,3	8,2	-0,8	5,6	12,8	17,5	19,4	25,1	29,8	2,0	18,2
2004 lug.	4,7	1,3	9,3	0,3	6,2	13,3	17,3	17,5	30,2	19,8	4,0	25,2
ago.	4,7	0,8	8,2	-0,8	6,4	14,8	17,8	18,4	30,3	19,7	4,4	22,6
set.	4,4	1,3	7,3	-0,6	5,9	13,9	16,8	19,2	24,9	25,1	0,2	19,0
ott.	3,9	0,3	7,0	0,3	5,5	12,8	17,1	19,9	24,3	26,8	0,1	17,8
nov.	3,7	-0,3	9,1	-1,2	5,4	12,1	18,2	19,7	25,6	32,6	3,6	18,2
dic.	4,3	0,8	9,4	-1,9	5,9	13,1	17,7	18,0	25,8	34,9	4,9	18,0

FI6 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; salvo diversa indicazione; valori di mercato)

1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100 (in perc.)	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 dic.	3.118,3	100,3	0,3	450,7	0,7	283,6	-0,1	2.384,0	0,3
2003 gen.	2.978,4	100,3	0,7	425,8	0,6	261,1	0,0	2.291,5	0,8
feb.	2.885,0	100,3	0,4	425,3	0,6	270,8	-0,4	2.189,0	0,5
mar.	2.763,5	100,3	0,5	413,0	0,6	236,2	0,2	2.114,3	0,5
apr.	3.113,0	100,9	1,1	471,4	1,1	291,8	2,2	2.349,8	1,0
mag.	3.145,7	100,9	1,0	476,7	0,8	291,3	2,1	2.377,7	0,9
giu.	3.256,2	100,9	0,9	504,2	0,2	300,6	1,9	2.451,4	1,0
lug.	3.366,5	101,1	1,1	528,0	0,9	330,9	2,1	2.507,6	1,0
ago.	3.413,4	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2.581,5	0,9
set.	3.276,7	101,1	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,7	0,9
ott.	3.484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	2,0	2.615,6	0,9
nov.	3.546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,6	0,6
dic.	3.647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,3	0,7
2004 gen.	3.788,6	101,4	1,1	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,2	0,8
feb.	3.852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,9	0,8
mar.	3.766,5	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2.839,6	1,2
apr.	3.748,5	101,9	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2.808,0	0,7
mag.	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	350,6	1,3	2.769,2	0,7
giu.	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	362,0	1,3	2.845,7	0,7
lug.	3.679,8	102,0	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2.763,5	0,6
ago.	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2.705,6	0,7
set.	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	362,3	2,1	2.766,1	0,7
ott.	3.787,6	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.817,0	0,8
nov.	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,8	2.896,2	0,9
dic.	4.034,5	102,6	1,2	643,7	2,9	406,4	1,1	2.984,4	0,9

F17 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

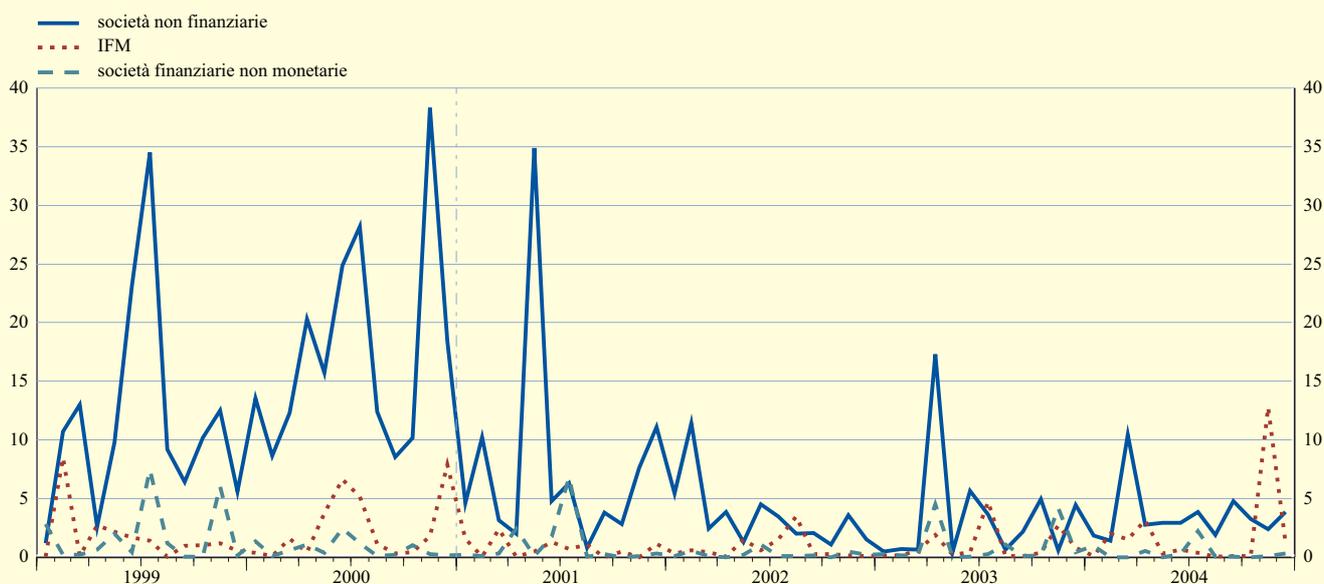
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie non monetarie			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002 dic.	1,8	1,6	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	1,5	1,6	-0,1
2003 gen.	0,9	1,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	1,4	-0,9
feb.	1,0	1,3	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
mar.	1,4	1,5	-0,1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,6	1,3	-0,7
apr.	23,7	4,9	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,8	12,5
mag.	0,7	2,2	-1,6	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,8	-1,3
giu.	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,2
lug.	8,6	2,0	6,6	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,8	1,8
ago.	1,8	1,4	0,4	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,3	-0,7
set.	2,3	2,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	1,6	-1,5	2,2	0,4	1,8
ott.	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	4,9	3,8	1,1
nov.	7,5	5,5	2,1	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
dic.	5,7	1,6	4,0	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	4,4	0,6	3,8
2004 gen.	2,9	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
feb.	3,5	0,7	2,8	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,5	1,0
mar.	12,0	1,3	10,7	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,1	9,3
apr.	6,4	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,5	0,1	0,4	2,8	0,5	2,3
mag.	3,3	3,6	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	-0,6
giu.	3,8	2,2	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,3	0,0	0,2	2,9	0,5	2,4
lug.	6,4	3,6	2,8	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,6	0,2
ago.	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,2	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,2
set.	4,9	2,2	2,7	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
ott.	3,4	0,4	3,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,3	0,3	2,9
nov.	15,2	3,3	11,9	12,8	0,3	12,4	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,6
dic.	5,4	1,6	3,9	1,2	0,0	1,2	0,3	0,1	0,2	3,9	1,4	2,4

F18 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dell'indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

4.5 Tassi d'interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

1. Tassi d'interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 gen.	0,69	1,90	2,38	2,74	2,03	2,65	0,93	1,99	2,08	3,10	1,95
feb.	0,69	1,89	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,22	3,60	1,98
mar.	0,70	1,91	2,13	2,31	2,00	2,60	0,86	1,96	2,16	3,35	1,98
apr.	0,70	1,96	2,13	2,41	2,02	2,57	0,85	1,97	2,04	3,46	1,95
mag.	0,70	1,86	2,15	2,43	2,00	2,56	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95
giu.	0,70	1,87	2,21	2,42	2,00	2,55	0,87	1,98	2,27	3,76	1,98
lug.	0,70	1,90	2,21	2,54	1,99	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,99
ago.	0,71	1,91	2,18	2,67	2,00	2,53	0,87	1,98	2,36	3,99	1,98
set.	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,31	3,68	1,99
ott.	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,32	3,56	2,00
nov.	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,22	3,39	2,02
dic.	0,73	1,95	2,19	2,32	2,00	2,52	0,90	2,08	2,68	3,52	2,02

2. Tassi d'interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni					oltre 10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 gen.	9,87	7,63	7,22	8,56	8,35	3,61	4,30	5,02	4,85	4,47	4,08	5,10	5,18
feb.	9,81	7,45	7,06	8,49	8,20	3,54	4,22	4,96	4,86	4,31	4,13	5,07	5,04
mar.	9,71	7,38	6,90	8,37	8,05	3,47	4,14	4,87	4,71	4,28	3,96	5,06	4,96
apr.	9,73	7,35	6,64	8,30	7,86	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95
mag.	9,68	7,33	6,77	8,27	7,96	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
giu.	9,55	7,12	6,74	8,42	7,96	3,42	4,12	4,82	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01
lug.	9,57	7,18	6,86	8,52	8,07	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
ago.	9,62	7,67	6,89	8,58	8,26	3,50	4,19	4,87	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
set.	9,59	7,45	6,96	8,45	8,18	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00
ott.	9,53	7,37	6,87	8,34	7,98	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
nov.	9,47	7,42	6,85	8,23	7,97	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,96	4,89	4,82
dic.	9,51	7,24	6,60	7,67	7,71	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,66

3. Tassi d'interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ¹⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	
2004 gen.		5,67	4,01	4,88	4,87	3,02	3,39	4,29
feb.		5,63	4,00	4,93	4,78	3,00	3,19	4,30
mar.		5,56	3,95	4,81	4,73	2,95	3,27	4,37
apr.		5,51	3,88	4,75	4,69	3,00	3,28	4,21
mag.		5,46	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
giu.		5,46	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
lug.		5,36	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
ago.		5,37	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30
set.		5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,37	4,45
ott.		5,39	4,02	4,87	4,64	2,98	3,30	4,27
nov.		5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	3,35	4,31
dic.		5,26	3,98	4,67	4,46	3,05	3,55	4,10

Fonte: BCE.

- 1) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 3) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

4.5 Tassi d'interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi d'interesse sui depositi (consistenze)

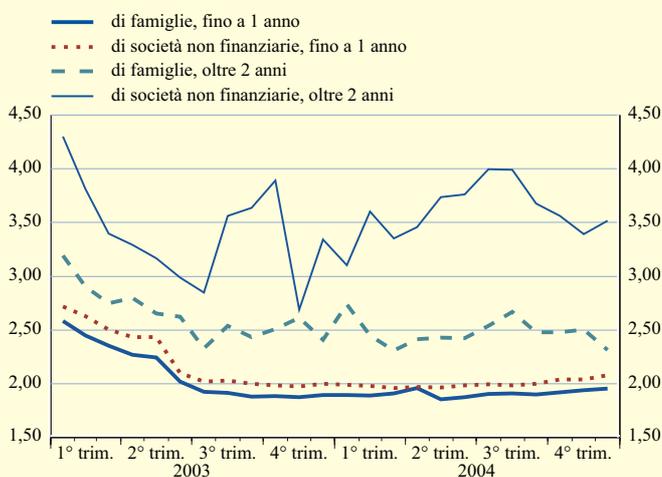
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 gen.	0,69	1,94	3,36	2,03	2,65	0,93	2,08	4,28	1,95
feb.	0,69	1,93	3,42	2,02	2,63	0,86	2,08	4,22	1,97
mar.	0,70	1,92	3,32	2,00	2,60	0,86	2,07	4,17	1,93
apr.	0,70	1,90	3,35	2,02	2,57	0,85	2,08	4,17	1,92
mag.	0,70	1,89	3,28	2,00	2,56	0,86	2,07	4,15	1,93
giu.	0,70	1,88	3,27	2,00	2,55	0,87	2,08	4,12	1,94
lug.	0,70	1,89	3,25	1,99	2,55	0,86	2,09	4,11	1,96
ago.	0,71	1,89	3,22	2,00	2,53	0,87	2,12	4,03	1,97
set.	0,72	1,90	3,22	2,00	2,52	0,90	2,12	3,97	1,97
ott.	0,72	1,90	3,27	2,00	2,52	0,89	2,11	3,89	1,98
nov.	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,86	2,00
dic.	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,76	2,02

5. Tassi d'interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 gen.	5,05	4,89	5,11	8,15	7,02	5,92	4,58	4,07	4,56
feb.	5,01	4,91	5,11	8,13	7,16	5,95	4,62	4,06	4,58
mar.	4,98	4,82	5,03	8,05	7,16	5,89	4,56	3,96	4,61
apr.	4,90	4,75	5,01	8,03	7,08	5,85	4,51	3,91	4,59
mag.	4,89	4,72	4,99	7,99	7,04	5,82	4,50	3,87	4,55
giu.	4,87	4,69	4,97	7,93	6,99	5,80	4,47	3,89	4,53
lug.	4,91	4,63	4,94	7,93	6,98	5,76	4,48	3,88	4,50
ago.	4,88	4,58	4,91	7,93	6,95	5,77	4,45	3,84	4,48
set.	4,82	4,58	4,90	8,06	7,14	5,85	4,46	3,99	4,52
ott.	4,69	4,53	4,88	8,05	7,08	5,80	4,42	3,97	4,48
nov.	4,67	4,52	4,86	7,93	6,99	5,82	4,41	3,96	4,48
dic.	4,72	4,49	4,83	7,94	7,02	5,80	4,35	3,97	4,44

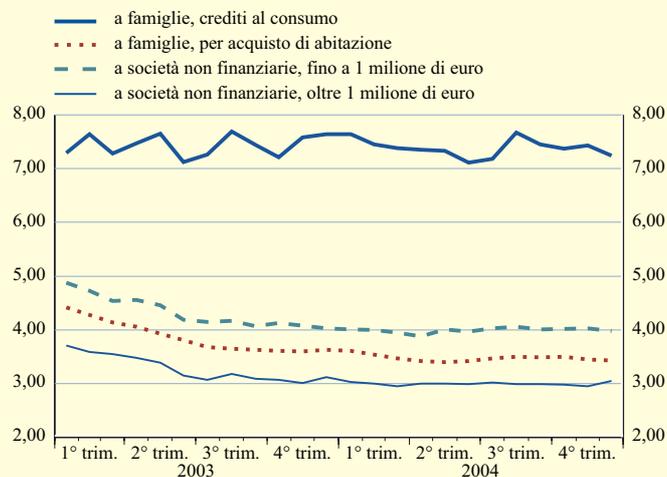
F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



F20 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

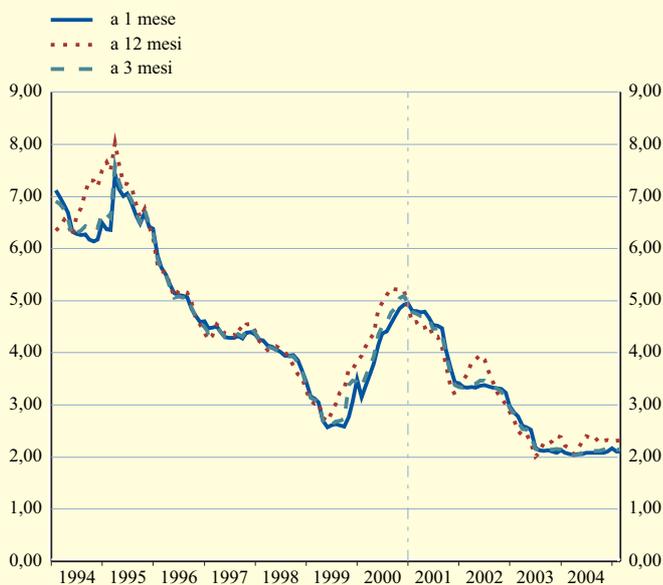
4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2003 4° trim.	2,02	2,11	2,15	2,20	2,36	1,17	0,06
2004 1° trim.	2,02	2,06	2,06	2,07	2,15	1,12	0,05
2° trim.	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
3° trim.	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
4° trim.	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2004 feb.	2,03	2,06	2,07	2,09	2,16	1,12	0,05
mar.	2,01	2,04	2,03	2,02	2,06	1,11	0,05
apr.	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	1,15	0,05
mag.	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	1,25	0,05
giu.	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	1,50	0,05
lug.	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	1,63	0,05
ago.	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	1,73	0,05
set.	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	1,90	0,05
ott.	2,11	2,09	2,15	2,19	2,32	2,08	0,05
nov.	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,31	0,05
dic.	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,50	0,05
2005 gen.	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05
feb.	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05

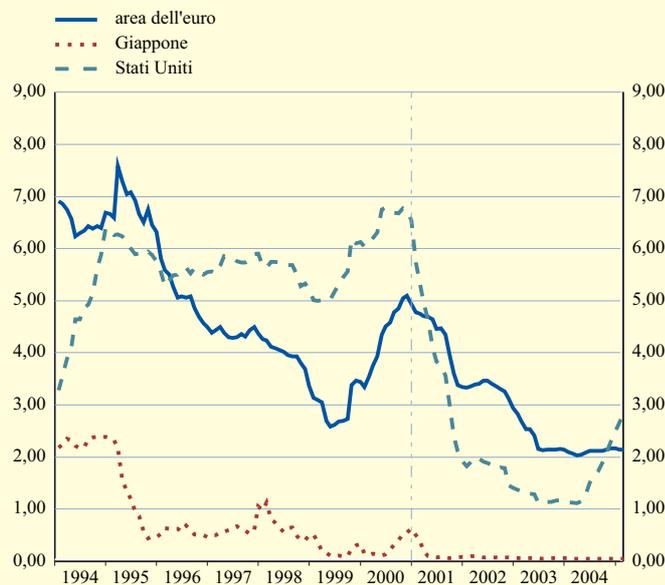
F21 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



F22 Tassi d'interesse del mercato monetario a 3 mesi

(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

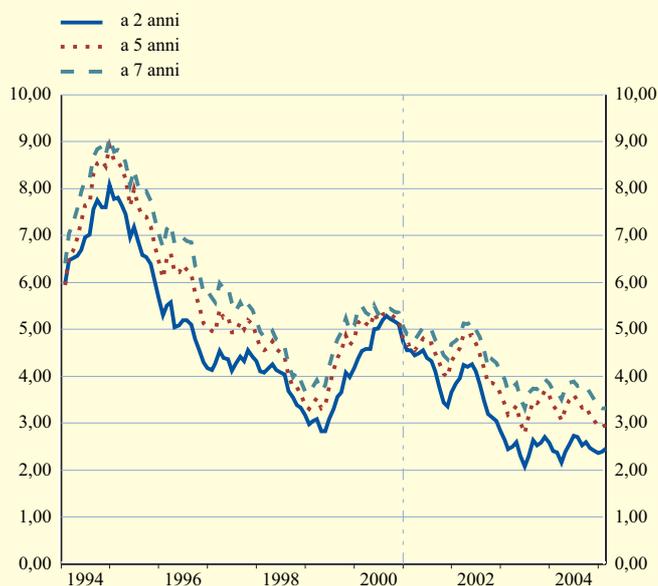
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2003 4° trim.	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
2004 1° trim.	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
2° trim.	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
3° trim.	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
4° trim.	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2004 feb.	2,38	2,71	3,28	3,69	4,18	4,06	1,25
mar.	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	1,35
apr.	2,39	2,75	3,31	3,75	4,24	4,32	1,51
mag.	2,55	2,94	3,50	3,87	4,39	4,70	1,49
giu.	2,74	3,06	3,60	3,89	4,44	4,73	1,77
lug.	2,70	2,97	3,49	3,80	4,34	4,48	1,79
ago.	2,53	2,83	3,33	3,82	4,17	4,27	1,63
set.	2,60	2,87	3,35	3,79	4,11	4,13	1,50
ott.	2,47	2,71	3,18	3,66	3,98	4,08	1,49
nov.	2,41	2,62	3,08	3,53	3,87	4,19	1,46
dic.	2,36	2,53	2,93	3,35	3,69	4,23	1,40
2005 gen.	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37
feb.	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40

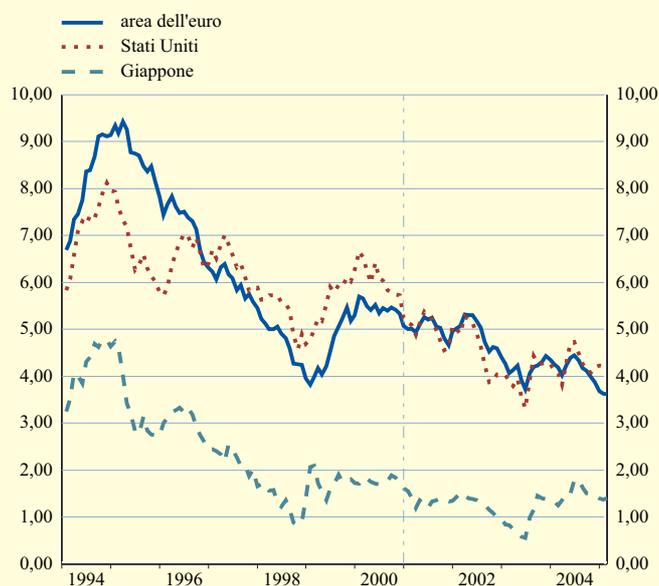
F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



F24 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



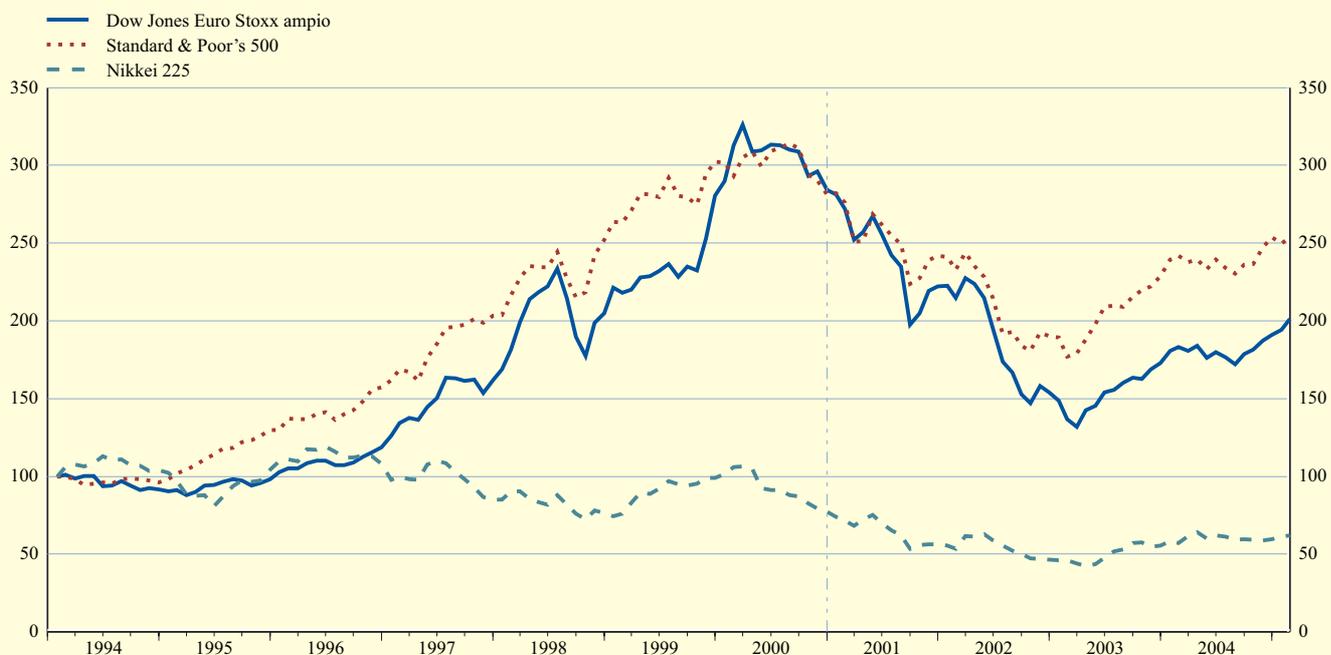
Fonte: BCE.

1) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza.

4.8 Indici del mercato azionario
(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2003 4° trim.	233,0	2.614,3	233,7	160,2	211,2	266,7	221,9	240,2	317,5	219,7	360,6	320,2	1.057,1	10.423,3
2004 1° trim.	251,6	2.846,5	245,0	166,9	222,1	279,9	240,5	257,1	353,0	248,7	405,3	366,6	1.132,7	10.996,9
2° trim.	249,8	2.794,7	244,7	164,7	226,3	300,9	234,6	256,1	299,4	262,1	388,3	394,9	1.123,6	11.550,0
3° trim.	244,0	2.708,7	246,8	159,3	216,4	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1.104,4	11.152,3
4° trim.	259,2	2.869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1.163,7	11.027,1
2004 feb.	253,9	2.874,8	244,7	168,4	224,1	275,6	243,7	260,1	359,0	252,1	412,3	370,0	1.143,5	10.618,6
mar.	250,5	2.829,0	240,3	166,7	220,9	286,3	236,1	254,1	351,4	254,5	399,3	379,3	1.124,0	11.441,1
apr.	255,0	2.860,9	247,6	168,3	227,8	300,2	241,0	262,6	321,3	264,7	402,0	389,3	1.133,4	11.962,8
mag.	244,4	2.728,0	240,2	160,8	223,0	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1.103,6	11.141,0
giu.	249,8	2.792,2	246,1	164,9	227,9	304,7	233,9	254,5	291,4	264,9	384,3	400,0	1.132,9	11.527,7
lug.	245,2	2.730,4	245,5	162,1	221,6	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1.106,7	11.390,8
ago.	238,9	2.646,9	243,7	155,7	212,5	300,2	223,9	248,1	245,3	262,6	372,8	396,4	1.088,9	10.989,3
set.	248,0	2.748,6	251,1	160,0	215,1	311,8	234,6	259,9	261,9	270,1	384,4	413,7	1.117,5	11.076,8
ott.	252,1	2.794,4	259,1	157,4	211,5	315,5	240,4	262,5	273,3	278,8	401,2	415,1	1.118,1	11.028,9
nov.	260,0	2.882,7	269,5	163,8	215,6	317,3	249,4	267,7	290,3	287,4	421,1	422,3	1.169,5	10.963,5
dic.	264,8	2.926,0	277,2	166,5	217,7	314,4	256,8	273,2	281,3	295,0	446,2	419,6	1.199,7	11.086,3
2005 gen.	269,4	2.957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1.181,6	11.401,2
feb.	279,0	3.050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1.199,7	11.545,7

F25 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225
(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

	Totale				Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 1996 = 100	Totale	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,5	41,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2003 4° trim.	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,1	0,6	0,2	-0,2	0,6
2004 1° trim.	114,4	1,7	1,1	2,6	0,5	0,9	-0,5	0,2	1,2	0,7
2° trim.	115,8	2,3	2,1	2,6	0,8	1,1	-0,1	0,4	3,3	0,6
3° trim.	115,9	2,2	2,0	2,6	0,5	0,4	-0,3	0,1	1,9	0,7
4° trim.	116,6	2,3	2,1	2,7	0,5	0,3	0,2	0,2	1,8	0,6
2004 set.	116,1	2,1	1,8	2,6	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1
ott.	116,5	2,4	2,2	2,6	0,3	0,0	-0,1	0,1	2,9	0,2
nov.	116,4	2,2	2,0	2,7	0,0	-0,1	0,3	0,1	-1,2	0,2
dic.	116,9	2,4	2,0	2,7	0,1	1,1	0,7	0,0	-1,8	0,3
2005 gen.	116,2	1,9	1,6	2,4	-0,2	-0,2	-0,7	-0,2	0,3	-0,1
feb. ²⁾	.	2,0	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale ¹⁾	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,5	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2003 4° trim.	3,7	3,8	3,6	0,9	0,8	1,6	2,3	1,9	2,8	-0,7	2,5	3,3
2004 1° trim.	3,0	3,5	2,2	0,2	0,7	-1,5	2,3	1,9	2,5	-1,0	2,4	4,9
2° trim.	2,9	3,9	1,5	1,7	0,9	4,8	2,3	1,8	3,0	-1,9	2,4	4,9
3° trim.	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,8	-2,6	2,5	5,3
4° trim.	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2004 set.	1,4	3,3	-1,5	2,0	0,8	6,4	2,5	1,9	2,7	-2,8	2,5	5,2
ott.	1,2	2,8	-1,2	2,7	0,8	9,8	2,6	2,1	2,7	-2,5	2,4	5,2
nov.	1,0	2,3	-1,0	2,5	0,8	8,7	2,6	2,1	2,8	-2,6	2,4	5,4
dic.	2,0	3,2	0,0	2,0	0,8	6,9	2,7	2,1	3,3	-2,6	2,4	5,4
2005 gen.	1,5	2,8	-0,6	1,7	0,5	6,2	2,6	2,1	3,2	-2,4	2,3	3,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2005.

2) Stima basata su dati preliminari pubblicati da Germania, Spagna e Italia (e, ove disponibili, da altri Stati membri), nonché su informazioni preliminari riguardo ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali											Prezzi internazionali delle materie prime ¹⁾	Prezzo del petrolio ²⁾ (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni									Costruzioni ³⁾	Industria manifatturiera			Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici					
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli				Totale al netto dell'energia		
in perc. del totale ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	102,0	2,0	1,7	1,1	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,4	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,8	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,2	0,9	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	1,9	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,7	.	2,5	18,4	10,8	30,5
2003 4° trim.	103,4	1,0	0,6	0,3	0,3	1,2	0,5	1,3	2,0	1,7	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2004 1° trim.	103,9	0,2	0,9	1,0	0,3	1,1	0,4	1,3	-2,6	1,8	0,2	-2,5	9,8	25,0
2° trim.	105,3	2,0	1,7	2,8	0,6	1,5	0,6	1,6	3,7	2,1	2,5	28,8	20,9	29,3
3° trim.	106,4	3,1	2,4	4,7	0,9	1,3	0,8	1,4	5,9	2,8	3,5	26,9	11,9	33,3
4° trim.	107,2	3,8	2,7	5,5	1,1	1,2	1,1	1,2	8,1	.	4,0	22,9	1,3	34,5
2004 set.	106,7	3,3	2,5	5,0	0,9	1,1	0,8	1,1	7,0	-	3,8	30,5	6,9	35,0
ott.	107,5	4,1	2,7	5,5	1,1	1,1	1,0	1,1	9,7	-	4,3	35,1	3,7	39,4
nov.	107,3	3,7	2,7	5,5	1,1	0,9	1,1	0,9	8,0	-	3,9	21,0	0,4	34,5
dic.	107,0	3,5	2,9	5,5	1,2	1,5	1,1	1,5	6,6	-	3,8	12,8	-0,2	30,0
2005 gen.	107,6	3,9	2,9	5,5	1,5	1,3	1,3	1,3	8,0	-	3,7	18,9	-1,9	33,6
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	22,0	-1,8	35,2

3. Costo orario del lavoro⁵⁾

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,5	3,6	3,7	2,9	3,4	4,0	3,2	2,6
2002	107,4	3,7	3,6	4,2	3,8	4,0	3,5	2,7
2003	110,5	2,8	2,7	3,2	2,9	3,4	2,7	2,4
2004	.	.	.	.	.	.	.	2,2
2003 4° trim.	111,4	2,3	2,2	2,5	2,2	2,8	2,4	2,2
2004 1° trim.	112,2	2,8	2,9	2,7	3,2	3,2	2,8	2,3
2° trim.	112,7	2,2	2,3	2,0	2,4	2,2	2,2	2,3
3° trim.	113,2	1,9	2,0	1,8	1,9	2,4	1,9	2,0
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	2,2

Fonti: Eurostat, HWWA (colonna 12 e 13), Thomson Financial Datastream (colonna 14), elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 3 della sezione 5.1).

- 1) Si riferisce a prezzi espressi in euro.
- 2) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 3) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.
- 4) Nel 2000.
- 5) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le componenti non sono coerenti con il totale.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾								
2000	100,0	1,2	1,3	-0,7	1,1	0,0	3,0	1,8
2001	102,5	2,5	3,9	2,4	3,5	0,9	3,6	3,0
2002	104,8	2,2	0,2	0,7	2,4	1,8	3,8	2,4
2003	106,9	2,0	4,2	1,0	4,7	2,2	1,6	2,9
2003 3° trim.	107,3	2,3	6,2	1,6	5,0	1,7	0,9	3,8
4° trim.	107,1	1,5	3,2	0,1	4,4	2,1	1,6	2,0
2004 1° trim.	107,2	1,0	-3,8	0,1	1,8	0,8	1,9	2,0
2° trim.	107,5	0,4	-4,5	-2,4	1,3	-0,7	1,3	2,4
3° trim.	107,4	0,1	-3,1	-1,8	2,7	0,0	2,1	0,3
Redditi per occupato								
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,7	2,4	2,8
2001	102,9	2,9	2,1	2,7	3,0	2,7	2,5	3,1
2002	105,5	2,5	2,9	2,4	3,0	2,6	2,1	2,8
2003	108,0	2,4	3,1	3,3	3,3	2,0	1,6	2,3
2003 3° trim.	108,5	2,5	2,7	3,3	3,5	1,5	1,2	3,2
4° trim.	108,7	2,2	2,8	3,3	3,3	1,6	1,5	2,1
2004 1° trim.	109,5	2,3	-0,2	3,9	2,8	1,5	1,0	2,5
2° trim.	110,1	2,2	0,7	3,0	1,8	1,1	1,2	3,3
3° trim.	110,1	1,5	4,2	2,2	2,5	1,4	1,3	0,9
Produttività del lavoro ²⁾								
2000	100,0	1,5	0,8	4,1	1,5	1,7	-0,6	1,0
2001	100,3	0,3	-1,7	0,3	-0,5	1,8	-1,1	0,2
2002	100,6	0,3	2,7	1,7	0,6	0,8	-1,6	0,4
2003	101,0	0,4	-1,0	2,3	-1,4	-0,1	0,0	-0,5
2003 3° trim.	101,1	0,2	-3,3	1,7	-1,4	-0,2	0,2	-0,5
4° trim.	101,5	0,7	-0,4	3,2	-1,1	-0,5	-0,1	0,1
2004 1° trim.	102,1	1,3	3,7	3,8	1,0	0,8	-0,9	0,5
2° trim.	102,4	1,9	5,4	5,6	0,6	1,8	-0,1	0,9
3° trim.	102,5	1,4	7,5	4,1	-0,2	1,4	-0,8	0,6

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,2	2,3	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,0	2,5	2,2	2,2	2,1	1,8	-0,4	-1,6
2003	107,2	2,1	1,9	2,0	2,2	1,4	-0,6	-1,3
2004	109,2	1,8	2,0	1,8	1,6	2,6	0,8	1,1
2003 4° trim.	107,9	2,0	1,6	1,9	1,7	1,2	-0,8	-2,0
2004 1° trim.	108,5	1,9	1,6	1,5	1,7	1,8	-1,1	-2,2
2° trim.	109,2	2,1	2,2	1,9	2,0	2,5	0,9	1,1
3° trim.	109,4	1,7	1,9	2,0	0,8	3,0	1,9	2,5
4° trim.	109,8	1,7	2,2	1,8	2,1	3,1	1,6	3,0

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (a prezzi costanti) per occupato.

2) Valore aggiunto (a prezzi costanti) per occupato.

3) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.2 Produzione e domanda
1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2001	6.850,3	6.728,0	3.927,3	1.373,4	1.442,1	-14,8	122,4	2.559,5	2.437,1
2002	7.085,5	6.897,8	4.041,7	1.445,1	1.430,9	-20,0	187,6	2.598,0	2.410,3
2003	7.271,6	7.111,1	4.165,3	1.500,4	1.442,1	3,2	160,5	2.588,4	2.427,8
2004	7.542,8	7.387,3	4.288,4	1.549,0	1.504,4	45,6	155,5	2.756,6	2.601,1
2003 4° trim.	1.840,6	1.798,1	1.049,9	378,9	365,8	3,4	42,5	654,3	611,8
2004 1° trim.	1.863,4	1.817,2	1.061,9	382,5	368,6	4,3	46,2	662,8	616,6
2° trim.	1.883,8	1.839,2	1.067,9	387,4	373,8	10,0	44,6	687,4	642,8
3° trim.	1.893,1	1.858,5	1.075,2	387,6	378,9	16,8	34,5	701,5	667,0
4° trim.	1.902,6	1.872,4	1.083,3	391,5	383,1	14,5	30,2	704,9	674,7
<i>in percentuale del PIL</i>									
2004	100,0	97,9	56,9	20,5	19,9	0,6	2,1	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2003 4° trim.	0,4	1,0	0,0	0,5	1,1	-	-	0,1	1,7
2004 1° trim.	0,7	0,3	0,8	0,2	-0,1	-	-	1,4	0,4
2° trim.	0,5	0,3	0,0	0,4	0,5	-	-	2,7	2,4
3° trim.	0,2	0,9	0,1	0,4	0,6	-	-	1,3	3,1
4° trim.	0,2	0,3	0,5	0,2	0,6	-	-	0,5	1,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	1,6	1,0	1,9	2,4	-0,2	-	-	3,5	1,8
2002	0,9	0,4	0,7	3,1	-2,5	-	-	1,9	0,5
2003	0,5	1,2	1,0	1,6	-0,6	-	-	0,2	2,0
2004	1,8	1,9	1,1	1,6	1,7	-	-	5,6	5,9
2003 4° trim.	0,8	1,5	0,6	1,4	0,2	-	-	0,2	2,0
2004 1° trim.	1,6	1,2	1,2	1,9	1,2	-	-	3,6	2,8
2° trim.	2,2	1,7	1,2	1,8	1,9	-	-	7,2	6,0
3° trim.	1,9	2,6	0,9	1,5	2,1	-	-	5,6	7,8
4° trim.	1,6	1,9	1,3	1,2	1,6	-	-	6,0	7,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2001	1,6	0,9	1,1	0,5	0,0	-0,6	0,7	-	-
2002	0,9	0,4	0,4	0,6	-0,5	-0,1	0,5	-	-
2003	0,5	1,2	0,6	0,3	-0,1	0,4	-0,6	-	-
2004	1,8	1,8	0,6	0,3	0,3	0,5	0,0	-	-
2003 4° trim.	0,8	1,5	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,6	-	-
2004 1° trim.	1,6	1,2	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	-	-
2° trim.	2,2	1,6	0,7	0,4	0,4	0,2	0,6	-	-
3° trim.	1,9	2,5	0,5	0,3	0,4	1,3	-0,6	-	-
4° trim.	1,6	1,9	0,8	0,2	0,3	0,5	-0,3	-	-

Fonte: Eurostat.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella tavola 1 della sezione 7.3.
- 2) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)						Consumi intermedi di SIFIM ¹⁾	Imposte meno sussidi alla produzione	
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese			Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2001	6.345,3	150,4	1.407,3	351,5	1.349,9	1.721,2	1.365,0	212,2	717,2
2002	6.569,3	147,5	1.432,4	365,5	1.393,4	1.796,4	1.434,1	222,7	739,0
2003	6.734,1	151,1	1.440,1	373,0	1.419,3	1.866,6	1.484,0	231,3	768,8
2004	6.983,1	153,4	1.491,2	394,5	1.464,7	1.950,9	1.528,5	240,9	800,6
2003 4° trim.	1.703,3	38,7	363,5	94,8	357,9	473,6	374,7	57,9	195,2
2004 1° trim.	1.724,4	38,7	366,9	96,4	362,9	480,4	379,2	59,2	198,2
2° trim.	1.746,5	38,7	373,9	98,5	365,8	486,7	383,0	61,0	198,2
3° trim.	1.751,4	38,0	375,2	98,9	368,1	490,1	381,1	59,9	201,5
4° trim.	1.760,8	38,0	375,3	100,6	367,9	493,8	385,2	60,8	202,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2004	100,0	2,2	21,4	5,6	21,0	27,9	21,9	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2003 4° trim.	0,4	1,5	0,8	0,1	0,0	0,2	0,5	-0,7	0,4
2004 1° trim.	0,7	4,1	0,8	0,6	1,2	0,4	0,1	0,8	0,9
2° trim.	0,7	0,4	1,1	0,5	0,8	0,8	0,3	1,3	-1,7
3° trim.	0,1	0,9	-0,1	-0,7	0,5	-0,1	0,2	-0,6	1,6
4° trim.	0,2	0,5	-0,6	0,3	0,2	0,4	0,6	0,9	0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	1,8	-2,4	0,6	-0,1	3,2	2,7	1,5	4,7	1,3
2002	1,0	0,5	0,4	-0,2	1,2	0,8	2,2	0,7	-0,5
2003	0,5	-3,5	0,2	-1,5	0,4	1,3	0,7	1,5	1,6
2004	1,8	5,0	2,2	0,8	2,4	1,5	1,1	1,6	1,5
2003 4° trim.	0,7	-2,0	0,9	-1,0	0,4	1,2	0,8	0,2	2,0
2004 1° trim.	1,4	2,5	1,3	0,8	1,8	1,3	0,9	0,9	3,3
2° trim.	2,4	4,8	3,6	1,1	2,8	2,0	1,2	2,1	0,3
3° trim.	1,9	7,0	2,6	0,6	2,5	1,3	1,1	0,9	1,2
4° trim.	1,7	5,9	1,2	0,8	2,6	1,5	1,2	2,5	1,1
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2001	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,7	0,7	0,3	-	-
2002	1,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,5	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,1	-	-
2004	2,1	0,1	0,5	0,0	0,5	0,4	0,2	-	-
2003 4° trim.	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-	-
2004 1° trim.	1,4	0,1	0,3	0,0	0,4	0,4	0,2	-	-
2° trim.	2,4	0,1	0,8	0,1	0,6	0,5	0,2	-	-
3° trim.	1,9	0,2	0,6	0,0	0,6	0,4	0,2	-	-
4° trim.	1,7	0,1	0,3	0,0	0,6	0,4	0,3	-	-

Fonte: Eurostat.

1) L'uso di servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM) è trattato come un consumo intermedio che non viene allocato tra le diverse branche di attività.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

in perc. del totale ¹⁾	Totale		Industria escluse le costruzioni							Costruzioni	Industria manifatturiera	
	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici					Beni energetici				
			Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo						
						Totale	Durevoli		Non durevoli			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,2	0,7	-0,8
2003	0,2	100,2	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-4,6	0,2	3,0	0,0	0,0
2004	.	102,1	1,9	1,9	1,9	3,0	0,5	-0,3	0,6	2,2	.	2,0
2004 1° trim.	1,4	101,3	1,0	1,0	0,8	0,8	0,5	1,0	0,4	2,0	1,3	1,0
2° trim.	3,3	102,3	3,1	3,2	2,7	4,9	1,6	3,0	1,3	2,8	-0,1	3,3
3° trim.	2,9	102,6	2,9	3,0	3,1	5,2	0,5	-0,6	0,7	2,4	-0,3	3,1
4° trim.	.	102,1	0,8	0,4	1,2	1,3	-0,5	-4,1	0,2	1,7	.	0,6
2004 lug.	2,6	102,7	2,6	2,8	3,5	3,9	0,2	0,5	0,1	1,6	0,2	2,8
ago.	3,2	102,1	2,1	2,4	2,3	5,0	0,5	-1,2	0,7	1,4	0,7	2,6
set.	3,1	102,9	3,7	3,6	3,3	6,4	0,8	-1,4	1,2	4,2	-1,6	3,7
ott.	.	102,2	1,0	1,0	1,2	4,2	-1,1	-2,9	-0,8	-1,4	.	1,1
nov.	.	101,8	0,4	-0,3	0,8	0,3	-0,8	-4,6	-0,1	2,7	.	-0,1
dic.	.	102,3	1,0	0,5	1,7	-0,7	0,7	-5,1	1,7	3,6	.	0,7
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2004 lug.	0,4	-	0,3	0,4	0,9	0,1	0,3	0,9	0,2	-0,1	0,4	0,4
ago.	-0,1	-	-0,6	-0,6	-0,6	-0,2	-0,6	-3,0	-0,1	0,6	-1,4	-0,6
set.	-0,1	-	0,7	0,6	0,2	1,0	0,2	0,5	0,1	0,1	-0,9	0,6
ott.	.	-	-0,7	-0,7	-0,4	-0,3	-0,6	-0,7	-0,6	-1,6	.	-0,8
nov.	.	-	-0,3	-0,6	0,0	-1,7	-0,2	-1,3	0,0	0,1	.	-0,6
dic.	.	-	0,5	0,5	0,8	-0,4	1,0	-0,5	1,2	1,7	.	0,7

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

in perc. del totale ¹⁾	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia ²⁾ (dest.)	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2002	98,0	-0,5	101,4	-0,6	1,9	102,3	0,5	0,9	-0,6	-1,0	-2,0	925	-4,4
2003	98,3	0,5	101,0	-0,3	1,8	102,6	0,3	1,1	-0,3	-2,7	0,2	911	-1,5
2004	106,7	8,8	105,8	4,9	1,0	102,7	0,1	-0,2	0,2	-0,2	1,7	922	1,1
2004 1° trim.	100,9	4,6	103,8	2,5	1,0	102,9	0,4	0,4	0,3	-1,9	2,1	911	0,8
2° trim.	108,0	12,6	105,9	6,3	1,1	102,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	2,4	928	3,1
3° trim.	106,1	7,9	106,5	5,7	0,9	102,6	0,0	-0,8	0,6	0,8	1,8	903	-3,5
4° trim.	111,8	10,1	107,0	5,0	0,9	102,7	0,1	0,0	-0,1	0,4	0,6	944	3,6
2004 ago.	105,3	10,8	105,4	9,5	1,6	102,4	0,0	-1,8	1,3	2,1	2,1	873	-9,4
set.	107,1	8,1	108,2	6,1	0,5	102,3	-0,4	-0,9	0,1	-0,7	1,2	927	-0,6
ott.	107,3	0,5	104,6	1,6	0,1	102,7	-0,6	-1,0	-0,4	-1,8	0,7	948	3,9
nov.	109,2	12,8	108,3	8,4	1,2	102,7	0,5	0,3	0,4	2,6	0,8	954	4,8
dic.	118,8	17,4	108,1	5,1	1,0	102,6	0,4	0,6	0,0	0,8	1,0	928	1,9
2005 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	924	1,6
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2004 ago.	-	-0,5	-	-0,7	0,0	-	-0,6	-1,3	-0,4	-1,8	-0,5	-	-4,2
set.	-	1,8	-	2,7	-0,3	-	-0,1	0,2	-0,1	-1,3	0,1	-	6,3
ott.	-	0,2	-	-3,3	0,2	-	0,3	0,3	0,2	1,3	-0,1	-	2,3
nov.	-	1,8	-	3,6	0,5	-	0,0	0,4	-0,3	-0,2	-0,6	-	0,6
dic.	-	8,8	-	-0,2	-0,2	-	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,4	-	-2,7
2005 gen.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-0,5

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 9 e 10 nella tavola 4 della sezione 5.2 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2000.

2) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 62,6 per cento dell'intero settore nel 2000.

3) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili.

5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,9	-9	-15	13	1	82,8	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,3	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,1	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-15	8	10	81,7	-14	-4	-14	30	-8
2003 4° trim.	97,6	-8	-22	9	8	81,3	-16	-5	-17	34	-9
2004 1° trim.	98,6	-7	-21	10	10	81,1	-14	-4	-13	30	-9
2° trim.	99,9	-5	-17	8	10	81,6	-14	-3	-15	32	-8
3° trim.	100,6	-4	-12	7	9	82,1	-14	-4	-14	29	-8
4° trim.	100,9	-3	-12	8	10	82,1	-13	-3	-13	29	-6
2004 set.	100,9	-3	-12	8	11	-	-13	-3	-12	28	-7
ott.	101,5	-3	-11	7	11	82,1	-13	-4	-13	29	-8
nov.	100,9	-3	-12	8	10	-	-13	-4	-14	29	-5
dic.	100,2	-4	-12	9	9	-	-13	-3	-13	29	-6
2005 gen.	100,8	-5	-11	9	7	82,0	-13	-3	-13	28	-7
feb.	98,8	-7	-15	10	6	-	-13	-2	-13	30	-8

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	-10	-16	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	12
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2003 4° trim.	-19	-27	-11	-8	-12	15	3	11	6	11	15
2004 1° trim.	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	8	6	20
2° trim.	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	11	6	12	17
3° trim.	-15	-24	-7	-8	-10	14	0	12	8	11	17
4° trim.	-14	-21	-6	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2004 set.	-15	-22	-9	-9	-11	16	0	11	6	9	20
ott.	-14	-23	-5	-7	-13	14	7	12	9	12	17
nov.	-14	-20	-7	-10	-17	12	-1	11	8	8	17
dic.	-13	-21	-6	-7	-12	12	2	10	8	8	14
2005 gen.	-13	-19	-7	-6	-8	11	1	13	12	9	18
feb.	-14	-18	-10	-8	-14	12	2	10	6	6	18

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire da gennaio 1985.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,417	2,2	2,5	0,5	-1,5	0,6	1,9	3,0	5,9	1,5
2001	133,184	1,3	1,6	0,2	-0,5	0,3	0,5	1,4	3,8	1,3
2002	133,960	0,6	0,7	-0,1	-2,0	-1,3	-0,6	0,4	2,4	1,8
2003	134,212	0,2	0,2	0,1	-2,3	-2,0	0,0	0,5	1,3	1,2
2003 3° trim.	134,148	0,2	0,2	0,2	-2,0	-2,0	0,0	0,8	1,2	1,1
4° trim.	134,100	0,1	0,1	0,4	-1,6	-2,2	0,0	1,0	1,1	0,7
2004 1° trim.	134,258	0,2	0,0	1,2	-1,2	-2,4	-0,3	1,1	2,3	0,4
2° trim.	134,529	0,3	0,1	1,2	-0,4	-1,8	0,7	0,9	2,2	0,2
3° trim.	134,785	0,4	0,2	1,5	-0,3	-1,5	0,9	0,9	2,1	0,4
	<i>variazioni sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2003 3° trim.	0,050	0,0	-0,1	0,7	-0,1	-0,5	-0,4	0,4	0,7	-0,1
4° trim.	-0,048	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,7	0,0	0,1	0,4	0,1
2004 1° trim.	0,158	0,1	0,1	0,1	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	1,0	0,1
2° trim.	0,271	0,2	0,2	0,4	0,1	0,0	1,2	0,3	0,0	0,2
3° trim.	0,256	0,2	0,1	0,9	-0,1	-0,2	-0,1	0,5	0,6	0,1

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		78,3		21,7		50,0		50,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,126	8,0	8,570	7,0	2,557	15,8	5,358	6,8	5,768	9,7
2002	11,851	8,4	9,215	7,4	2,636	16,4	5,860	7,3	5,991	9,9
2003	12,589	8,9	9,847	7,8	2,742	17,2	6,310	7,9	6,279	10,2
2004	12,701	8,9	9,985	7,9	2,716	17,1	6,354	7,9	6,347	10,2
2003 4° trim.	12,673	8,9	9,959	7,9	2,714	17,2	6,340	7,9	6,333	10,2
2004 1° trim.	12,748	9,0	10,051	8,0	2,697	17,0	6,341	7,9	6,407	10,3
2° trim.	12,609	8,8	9,877	7,8	2,733	17,2	6,335	7,9	6,274	10,1
3° trim.	12,644	8,9	9,910	7,8	2,734	17,2	6,347	7,9	6,297	10,1
4° trim.	12,641	8,8	9,900	7,8	2,741	17,3	6,345	7,9	6,296	10,1
2004 lug.	12,624	8,8	9,900	7,8	2,724	17,2	6,337	7,9	6,288	10,1
ago.	12,653	8,9	9,914	7,8	2,739	17,2	6,351	7,9	6,302	10,1
set.	12,656	8,9	9,916	7,8	2,740	17,2	6,354	7,9	6,302	10,1
ott.	12,622	8,8	9,888	7,8	2,734	17,2	6,340	7,9	6,282	10,1
nov.	12,636	8,8	9,897	7,8	2,739	17,2	6,341	7,9	6,295	10,1
dic.	12,664	8,9	9,916	7,8	2,748	17,3	6,354	7,9	6,310	10,1

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat nella tavola 1 della sezione 5.3, ed Eurostat nella tavola 2 della sezione 5.3.

- 1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Occupazione nel 2003; disoccupazione nel 2004.
- 3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

6

FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
		Famiglie												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	46,9	46,4	11,5	9,1	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,5	2,4	0,4	0,3	42,4
1996	47,6	47,3	11,9	9,2	2,3	13,4	0,8	17,5	8,7	5,6	2,4	0,4	0,3	43,1
1997	47,9	47,4	12,1	9,2	2,6	13,6	0,7	17,5	8,7	5,5	2,4	0,5	0,4	43,6
1998	47,3	47,0	12,4	9,7	2,3	14,2	0,7	16,4	8,5	4,9	2,4	0,3	0,3	43,3
1999	47,8	47,5	12,8	9,8	2,6	14,4	0,6	16,4	8,4	5,0	2,3	0,3	0,3	43,8
2000	47,5	47,2	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,6
2001	46,8	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,3	0,3	42,8
2002	46,3	45,9	12,2	9,6	2,3	13,8	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,3	0,3	42,3
2003	46,3	45,7	11,8	9,3	2,2	13,9	0,4	16,2	8,5	4,8	2,3	0,7	0,5	42,4

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie ³⁾	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	52,0	47,6	11,2	4,8	5,8	25,9	22,7	2,3	0,6	4,4	2,7	1,7	0,1	46,2
1996	52,0	48,1	11,2	4,8	5,8	26,3	23,2	2,3	0,6	3,9	2,6	1,3	0,0	46,2
1997	50,6	46,9	11,1	4,7	5,2	26,0	23,1	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	45,4
1998	49,6	45,8	10,7	4,6	4,8	25,7	22,6	2,1	0,6	3,8	2,5	1,3	0,1	44,8
1999	49,1	45,2	10,7	4,7	4,3	25,6	22,5	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2000	48,5	44,6	10,6	4,7	4,1	25,3	22,2	1,9	0,5	3,9	2,5	1,3	0,1	44,4
2001	48,6	44,6	10,5	4,8	4,0	25,3	22,3	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,0	44,6
2002	48,7	44,9	10,6	4,9	3,7	25,6	22,8	1,9	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	45,0
2003	49,1	45,2	10,7	4,9	3,5	26,0	23,1	1,8	0,5	3,9	2,6	1,3	0,1	45,6

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	-5,2	-4,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,6	20,4	11,2	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1996	-4,3	-3,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,5	20,2	11,1	4,7	5,0	1,8	2,4	8,4	11,8
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,5	19,9	10,7	4,6	5,0	1,8	2,4	8,2	11,7
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,9	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,2	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,6	4,7	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,8	5,2	1,8	2,2	8,2	11,8
2002	-2,4	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,3	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,4	-0,1	0,0	0,7	20,7	10,7	4,9	5,4	1,8	2,3	8,4	12,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	0,2	1,3	-4,1	-0,9	-1,4	4,4	-0,6	6,0	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,6	-2,8	-3,7	-0,4	-1,5	0,9	-2,6	6,4	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-3,7	-0,1	-3,2	-0,2	-2,3	2,8	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-4,6	0,4	-4,1	0,1	-2,4	0,8	-3,2	-1,1	-2,8	2,3

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95; i dati non comprendono i proventi della vendita delle licenze UMTS (Universal Mobile Telecommunications Systems) nel 2000 (il saldo di bilancio per l'area dell'euro che include tali proventi è pari allo 0,1 per cento del PIL). Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le Amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle Amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

5) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri creditori ³⁾	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1994	70,7	2,8	16,2	10,7	41,0	56,3	30,2	9,6	16,5	14,4
1995	74,9	2,8	17,9	10,1	44,1	58,6	32,8	8,7	17,1	16,2
1996	76,1	2,8	17,3	10,2	45,8	59,0	32,7	10,2	16,2	17,1
1997	75,5	2,7	16,3	9,0	47,4	56,7	31,0	11,8	13,9	18,7
1998	73,8	2,7	15,1	7,9	48,1	53,1	28,8	12,7	11,6	20,7
1999	72,8	2,9	14,3	6,8	48,9	48,5	27,1	9,7	11,7	24,4
2000	70,4	2,7	13,2	6,1	48,4	44,2	23,4	9,1	11,7	26,2
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	48,0	42,2	22,1	8,3	11,7	27,3
2002	69,4	2,7	11,8	6,6	48,3	39,0	20,5	6,9	11,6	30,4
2003	70,7	2,1	11,8	8,2	48,5	38,8	20,6	7,3	10,8	31,9

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,3	7,2	17,8	27,1	25,7	68,3	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,0	5,6	18,9	26,8	29,2	72,7	2,2
1996	76,1	63,8	6,0	5,7	0,5	12,2	63,9	5,3	20,5	25,8	29,7	74,1	2,0
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,3	4,6	19,8	25,9	29,8	73,5	2,0
1998	73,8	62,0	6,2	5,3	0,4	9,4	64,4	4,8	17,1	26,9	29,8	72,0	1,8
1999	72,8	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,6	3,2	15,5	27,7	29,7	70,9	2,0
2000	70,4	59,1	6,0	5,0	0,3	8,2	62,2	2,9	15,3	28,3	26,8	68,6	1,8
2001	69,4	58,1	6,2	4,9	0,3	8,7	60,7	1,6	15,9	26,4	27,1	67,9	1,6
2002	69,4	57,8	6,4	4,8	0,3	9,1	60,3	1,6	16,8	25,3	27,3	68,0	1,4
2003	70,7	58,3	6,7	5,2	0,6	9,2	61,5	1,5	15,6	26,4	28,8	69,7	1,0

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	109,1	60,2	114,0	61,1	56,8	38,3	111,2	5,5	55,9	65,8	53,3	44,6
2001	108,0	59,4	114,7	57,5	56,5	35,9	110,6	5,5	52,9	66,1	55,8	43,8
2002	105,4	60,9	112,5	54,4	58,8	32,7	107,9	5,7	52,6	65,7	58,4	42,6
2003	100,0	64,2	109,9	50,7	63,7	32,1	106,2	5,3	54,1	64,5	60,3	45,6

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati parzialmente stimati. Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da Amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle Amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁷⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Effetto di aggregazione ⁵⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁶⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	7,7	5,2	0,4	2,4	-0,3	0,1	2,5	0,0	5,1	5,1	4,1	-0,4	2,6
1996	3,9	4,4	-0,2	0,1	-0,4	0,1	0,1	0,4	3,3	2,4	1,0	1,7	1,4
1997	2,3	2,3	0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	3,4	0,0	-0,4	2,0	2,3
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,7	2,8	-1,1	-0,9	1,4	2,8
1999	1,9	1,5	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,8	2,7	-2,6	-0,5	-2,6	4,5
2000	1,0	1,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,8	-2,0	-2,4	-0,1	3,0
2001	1,8	1,7	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,4	-0,5	2,1
2002	2,2	2,4	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,3	0,6	1,9	-1,8	-0,9	-1,1	4,0
2003	3,1	2,9	0,3	-0,1	0,0	-0,5	0,3	1,8	1,4	0,8	0,7	0,5	2,3

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo – debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo – debito ⁹⁾												Altro ¹⁰⁾
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli ¹¹⁾	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	7,7	-5,2	2,5	0,3	0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,6
1996	3,9	-4,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,7	-0,4	-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,2	-0,4	-0,1
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,4
2000	1,0	0,1	1,1	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,4
2001	1,8	-1,7	0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
2002	2,2	-2,4	-0,2	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,2	0,4
2003	3,1	-2,7	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-0,2	-0,1	0,4

Fonte: BCE.

- 1) Dati parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 1999.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 1° trim.	44,1	43,6	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,3
2° trim.	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,7
3° trim.	45,2	44,7	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,3
4° trim.	52,0	51,4	14,5	14,9	17,1	3,1	0,8	0,7	0,3	46,8
2000 1° trim.	44,0	43,5	11,2	13,2	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
2° trim.	48,3	47,7	14,1	13,6	16,0	2,1	1,1	0,6	0,3	44,0
3° trim.	44,9	44,4	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,1
4° trim.	51,3	50,7	14,3	14,5	17,0	3,1	0,9	0,5	0,3	46,1
2001 1° trim.	43,0	42,5	10,7	12,9	15,5	1,8	0,8	0,4	0,2	39,4
2° trim.	47,7	47,2	13,8	13,2	15,9	2,0	1,5	0,4	0,2	43,0
3° trim.	44,4	44,0	11,9	12,5	15,8	1,9	0,8	0,4	0,3	40,6
4° trim.	50,7	50,1	13,9	14,3	16,8	3,2	0,9	0,5	0,3	45,3
2002 1° trim.	42,7	42,2	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
2° trim.	46,4	45,8	12,9	12,9	15,8	2,1	1,4	0,6	0,4	41,9
3° trim.	44,5	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	0,3	40,5
4° trim.	50,6	50,0	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,4
2003 1° trim.	42,7	42,2	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,5	0,2	39,2
2° trim.	47,2	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,7	1,4	42,8
3° trim.	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	1,9	0,7	0,5	0,3	40,2
4° trim.	51,0	50,0	13,5	14,8	16,8	3,2	0,8	1,1	0,3	45,3
2004 1° trim.	42,2	41,7	9,8	13,0	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	38,8
2° trim.	45,6	45,0	12,4	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,7
3° trim.	43,5	43,1	11,0	12,8	15,7	2,0	0,7	0,4	0,3	39,9

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 1° trim.	47,7	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	1,9	1,3	-3,6	1,0
2° trim.	47,9	44,3	10,6	4,5	4,3	24,8	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,7
3° trim.	47,7	44,1	10,3	4,5	4,2	25,1	21,6	1,6	3,7	2,5	1,1	-2,5	1,6
4° trim.	51,7	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,9	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,2
2000 1° trim.	46,6	43,3	10,3	4,4	4,3	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,6	1,7
2° trim.	47,1	43,6	10,5	4,6	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,2
3° trim.	43,7	43,4	10,2	4,5	4,1	24,5	21,4	1,5	0,3	2,5	1,1	1,2	5,3
4° trim.	50,8	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,7	1,6	3,9	3,2	1,5	0,4	4,3
2001 1° trim.	45,9	42,5	10,2	4,1	4,1	24,1	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,9	1,2
2° trim.	47,1	43,6	10,5	4,7	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	0,6	4,6
3° trim.	47,1	43,3	10,2	4,6	4,0	24,6	21,5	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,3
4° trim.	52,5	47,4	11,3	5,6	3,8	26,7	23,0	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	1,9
2002 1° trim.	46,5	43,0	10,5	4,2	3,8	24,6	21,6	1,2	3,4	2,0	1,4	-3,8	0,0
2° trim.	47,6	44,1	10,5	4,9	3,7	24,9	21,7	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,6
3° trim.	47,7	44,0	10,2	4,7	3,7	25,4	21,9	1,4	3,7	2,6	1,1	-3,2	0,5
4° trim.	52,2	47,7	11,3	5,7	3,5	27,2	23,5	1,5	4,5	2,8	1,6	-1,5	2,0
2003 1° trim.	47,1	43,6	10,5	4,3	3,7	25,1	22,0	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,5	-0,8
2° trim.	48,3	44,8	10,7	4,8	3,5	25,8	22,4	1,4	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,4
3° trim.	47,9	44,3	10,4	4,8	3,4	25,6	22,2	1,4	3,6	2,6	1,0	-4,0	-0,5
4° trim.	52,5	47,7	11,3	5,8	3,3	27,4	23,8	1,5	4,8	3,3	1,5	-1,5	1,8
2004 1° trim.	46,6	43,3	10,4	4,3	3,4	25,2	21,9	1,1	3,3	2,1	1,3	-4,4	-1,1
2° trim.	47,4	44,0	10,6	4,8	3,3	25,4	22,1	1,3	3,4	2,4	0,9	-1,8	1,5
3° trim.	47,0	43,6	10,1	4,6	3,4	25,5	22,1	1,3	3,4	2,5	0,9	-3,4	-0,1

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

- 1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario non sono incluse. L'inclusione di tali transazioni porterebbe a un incremento sia delle entrate sia delle spese pari, in media, a circa lo 0,2 per cento del PIL. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

7

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti

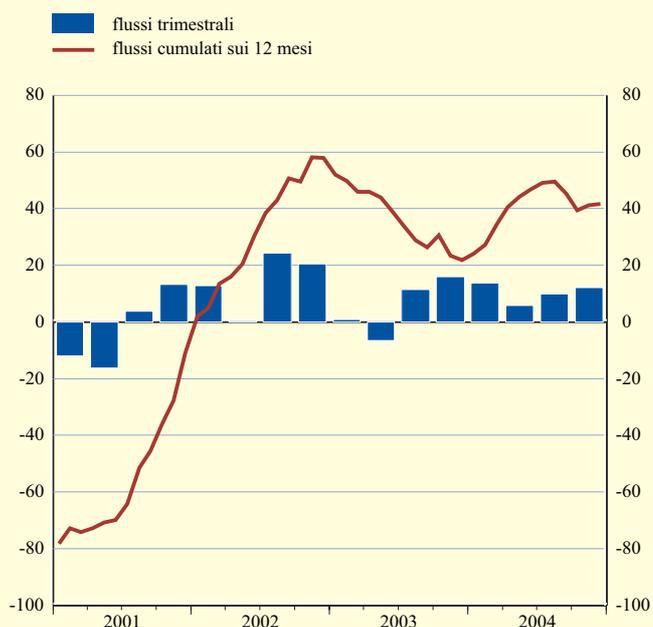
(miliardi di euro; transazioni nette)

1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	57,8	128,9	16,0	-38,5	-48,6	10,2	68,0	-62,1	2,1	107,3	-10,9	-158,3	-2,3	-5,9
2003	21,8	105,3	17,9	-44,8	-56,5	13,2	35,0	-17,9	-3,4	41,7	-12,4	-73,7	29,9	-17,1
2004	41,6	105,7	21,6	-32,2	-53,6	15,7	57,3	-4,2	-36,4	54,7	-2,8	-32,1	12,4	-53,1
2003 4° trim.	15,9	29,9	5,0	-6,3	-12,7	7,5	23,4	-7,5	-8,7	9,3	-3,8	-18,0	13,6	-15,9
2004 1° trim.	13,6	28,6	0,1	-8,0	-7,0	3,6	17,2	-12,2	-23,6	-3,1	6,6	-1,5	9,4	-5,0
2° trim.	5,8	31,5	9,6	-18,9	-16,4	4,0	9,9	-0,2	-12,9	21,7	-0,4	-5,7	-2,8	-9,7
3° trim.	9,9	24,6	8,1	-5,1	-17,6	4,1	14,0	-4,1	5,3	3,6	-4,4	-11,9	3,4	-9,9
4° trim.	12,2	21,0	3,8	-0,1	-12,5	4,0	16,2	12,3	-5,2	32,5	-4,5	-13,0	2,4	-28,5
2003 dic.	6,1	8,4	2,4	-1,9	-2,8	5,1	11,2	-22,6	-8,9	-27,4	-6,2	12,6	7,3	11,4
2004 gen.	-2,7	5,3	-1,0	-8,6	1,7	0,3	-2,4	-18,7	-7,2	-9,1	1,8	-1,1	-3,0	21,1
feb.	5,4	9,8	0,4	-0,1	-4,7	2,1	7,5	18,2	9,1	13,3	1,3	-14,1	8,6	-25,7
mar.	11,0	13,6	0,7	0,7	-4,0	1,2	12,2	-11,7	-25,5	-7,2	3,5	13,8	3,7	-0,4
apr.	-0,2	9,8	1,8	-7,8	-4,0	0,8	0,6	-17,5	-1,9	-7,6	-1,1	-4,3	-2,7	17,0
mag.	1,6	10,2	4,0	-6,6	-5,8	2,3	4,0	11,4	0,0	-0,5	-0,8	12,1	0,7	-15,4
giu.	4,4	11,6	3,8	-4,4	-6,5	0,9	5,3	6,0	-11,0	29,8	1,5	-13,5	-0,8	-11,3
lug.	4,6	13,8	3,0	-6,0	-6,2	1,4	6,0	-18,1	-4,5	-41,4	-0,8	28,5	0,2	12,1
ago.	3,8	5,8	2,2	1,0	-5,2	1,6	5,4	5,1	7,3	1,1	-6,4	-0,6	3,7	-10,5
set.	1,5	5,0	2,9	-0,2	-6,2	1,1	2,6	8,9	2,5	43,9	2,8	-39,8	-0,5	-11,5
ott.	1,2	7,7	2,4	-3,3	-5,6	0,6	1,8	-21,5	-11,6	6,2	-3,3	-13,8	0,9	19,7
nov.	4,4	5,9	1,0	2,0	-4,5	1,0	5,4	29,3	-0,8	-10,8	1,9	39,2	-0,1	-34,7
dic.	6,6	7,5	0,5	1,1	-2,5	2,4	9,0	4,5	7,3	37,1	-3,0	-38,5	1,6	-13,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2004 dic.	41,6	105,7	21,6	-32,2	-53,6	15,7	57,3	-4,2	-36,4	54,7	-2,8	-32,1	12,4	-53,1

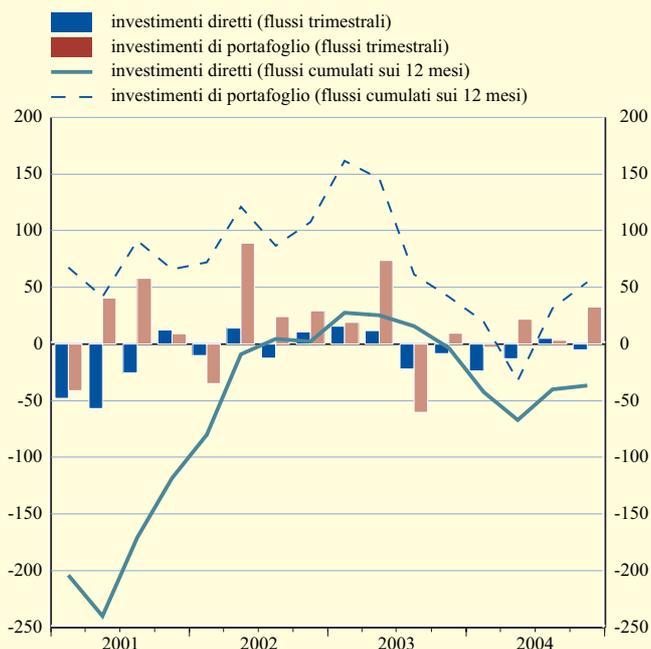
F26 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



F27 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

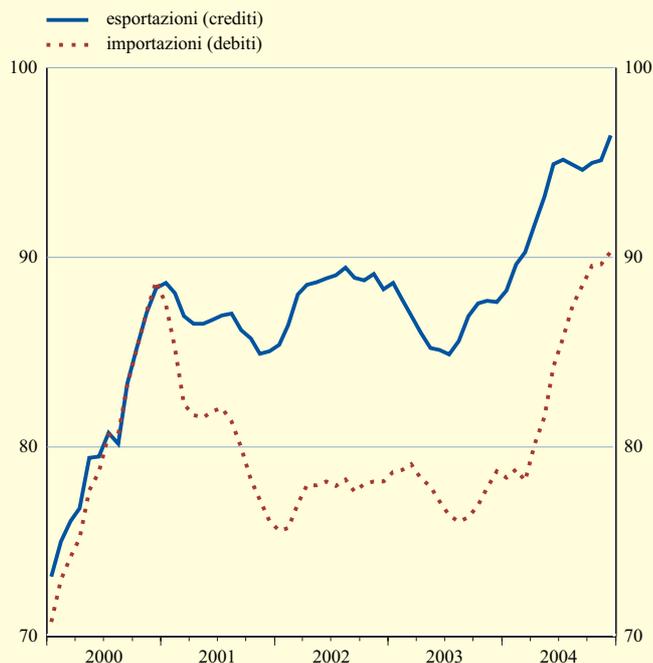
7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2002	1.721,5	1.663,6	57,8	1.062,9	934,0	333,5	317,5	239,6	278,1	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1.677,5	1.655,7	21,8	1.040,2	934,9	328,8	311,0	227,6	272,5	80,8	137,3	23,3	10,1
2004	1.800,0	1.758,5	41,6	1.131,1	1.025,3	344,9	323,4	243,1	275,3	80,9	134,5	21,6	5,9
2003 4° trim.	434,3	418,4	15,9	272,1	242,2	85,0	79,9	57,9	64,2	19,3	32,0	9,3	1,9
2004 1° trim.	430,2	416,5	13,6	265,9	237,3	76,0	75,9	56,6	64,7	31,7	38,7	5,1	1,6
2° trim.	454,2	448,4	5,8	285,7	254,2	88,8	79,2	64,2	83,1	15,5	31,9	5,3	1,3
3° trim.	448,8	438,9	9,9	280,5	255,9	94,6	86,5	57,9	63,0	15,9	33,5	5,6	1,5
4° trim.	466,8	454,6	12,2	299,0	278,0	85,5	81,7	64,4	64,5	17,9	30,4	5,6	1,6
2004 ott.	152,1	150,9	1,2	100,1	92,4	29,1	26,7	18,8	22,0	4,2	9,8	1,0	0,4
nov.	152,3	147,9	4,4	101,0	95,1	26,6	25,6	19,3	17,3	5,5	10,0	1,4	0,4
dic.	162,3	155,7	6,6	97,9	90,4	29,9	29,4	26,3	25,2	8,2	10,7	3,2	0,8
	Dati destagionalizzati												
2003 4° trim.	423,7	413,8	9,8	263,0	236,2	83,6	78,5	55,8	66,4	21,3	32,8	.	.
2004 1° trim.	434,8	419,3	15,5	270,8	234,7	84,4	79,8	59,4	68,8	20,2	36,0	.	.
2° trim.	453,2	438,0	15,3	284,8	252,7	88,1	81,7	59,8	71,4	20,5	32,1	.	.
3° trim.	452,1	448,5	3,6	283,8	265,5	87,8	81,4	60,7	66,9	19,8	34,7	.	.
4° trim.	455,4	449,7	5,8	289,2	270,9	84,1	80,1	62,3	67,3	19,8	31,3	.	.
2004 apr.	150,5	142,3	8,2	93,9	82,4	28,9	27,0	21,0	24,0	6,6	8,9	.	.
mag.	151,3	146,5	4,7	95,9	84,5	29,9	27,3	18,7	23,1	6,8	11,7	.	.
giu.	151,5	149,1	2,4	94,9	85,8	29,3	27,4	20,1	24,3	7,2	11,6	.	.
lug.	149,6	147,3	2,3	94,6	86,9	28,6	27,0	20,2	21,9	6,1	11,5	.	.
ago.	151,7	149,8	1,9	95,1	89,7	29,4	26,8	20,1	21,6	7,1	11,8	.	.
set.	150,8	151,4	-0,5	94,1	88,9	29,7	27,7	20,3	23,4	6,7	11,4	.	.
ott.	151,6	150,3	1,4	95,8	90,1	28,6	26,5	20,8	23,0	6,5	10,6	.	.
nov.	150,5	148,8	1,7	95,5	89,9	27,8	26,5	20,8	22,0	6,4	10,4	.	.
dic.	153,3	150,6	2,7	98,0	91,0	27,8	27,1	20,6	22,3	7,0	10,3	.	.

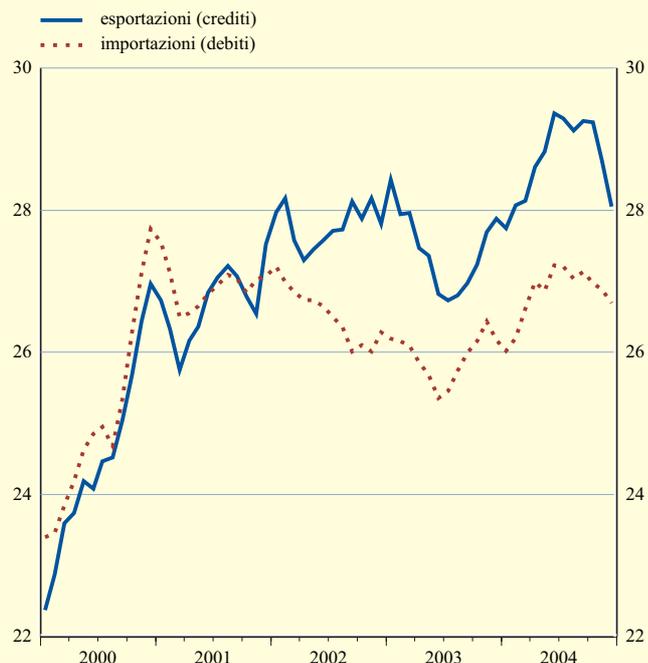
F28 Conto dei beni

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



F29 Conto dei servizi

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

3. Conto dei redditi

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
	Crediti 1	Debiti 2	Crediti 3	Debiti 4	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti 13	Debiti 14
					Crediti 5	Debiti 6	Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 12		
2001	14,7	6,0	256,0	297,3	43,4	38,8	10,4	10,1	18,0	45,1	67,1	72,0	117,1	131,5
2002	14,8	6,2	224,8	271,9	47,2	48,7	8,2	7,1	19,8	52,3	66,2	70,4	83,4	93,4
2003	14,7	6,2	212,9	266,2	48,9	53,4	10,6	9,7	19,0	49,8	64,7	77,4	69,8	76,0
2003 3° trim.	3,7	1,7	51,6	63,6	11,7	14,4	2,4	1,8	4,6	10,3	16,7	20,5	16,1	16,6
4° trim.	3,9	1,6	54,1	62,6	13,7	13,0	3,1	3,2	4,7	9,7	16,8	17,2	15,8	19,6
2004 1° trim.	3,7	1,3	53,0	63,3	12,0	12,6	3,1	2,4	4,7	9,4	16,9	21,4	16,2	17,6
2° trim.	3,7	1,6	60,5	81,5	18,0	17,4	3,0	2,5	8,5	26,5	15,9	17,7	15,1	17,3
3° trim.	3,8	1,8	54,1	61,3	14,1	13,1	2,6	2,3	6,8	12,8	16,0	17,0	14,5	16,1

4. Investimenti diretti

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale 1	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale 8	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale 2	IFM escluso l'euro-sistema 3	Non IFM 4	Totale 5	IFM escluso l'euro-sistema 6	Non IFM 7		Totale 9	IFM escluso l'euro-sistema 10	Non IFM 11	Totale 12	IFM escluso l'euro-sistema 13	Non IFM 14
2002	-175,1	-173,7	-19,8	-153,9	-1,5	0,0	-1,5	177,2	122,1	2,4	119,7	55,1	0,5	54,7
2003	-130,3	-106,9	2,2	-109,1	-23,4	-0,2	-23,2	126,9	109,6	2,8	106,8	17,3	0,1	17,2
2004	-103,5	-101,2	-17,7	-83,5	-2,3	0,0	-2,3	67,0	57,5	2,0	55,6	9,5	1,3	8,2
2003 4° trim.	-31,6	-19,3	1,6	-20,9	-12,3	0,2	-12,4	22,9	34,1	0,6	33,5	-11,2	0,5	-11,7
2004 1° trim.	-27,8	-21,3	-5,8	-15,5	-6,5	-0,1	-6,4	4,2	13,7	-0,6	14,3	-9,5	-0,3	-9,2
2° trim.	-28,6	-24,9	-3,6	-21,3	-3,7	0,0	-3,7	15,6	11,1	0,6	10,5	4,5	0,8	3,8
3° trim.	-12,2	-22,4	-1,1	-21,3	10,1	0,0	10,1	17,5	15,8	1,5	14,3	1,7	0,4	1,3
4° trim.	-34,9	-32,6	-2,2	-25,4	-2,2	0,1	-2,3	29,7	17,0	0,5	16,4	12,7	0,4	12,3
2003 dic.	-20,8	-16,9	1,1	-18,0	-3,8	0,1	-3,9	11,8	17,9	-0,1	18,0	-6,1	0,1	-6,2
2004 gen.	-9,4	-4,3	0,3	-4,6	-5,1	0,0	-5,1	2,2	7,8	0,2	7,5	-5,6	-0,1	-5,5
feb.	-5,8	-3,2	-1,2	-2,0	-2,6	0,0	-2,6	14,9	4,7	0,3	4,4	10,3	-0,1	10,3
mar.	-12,6	-13,8	-4,9	-8,9	1,2	-0,1	1,3	-12,9	1,2	-1,2	2,4	-14,2	-0,1	-14,1
apr.	-15,1	-7,3	-0,4	-6,9	-7,8	0,1	-7,9	13,2	8,3	0,2	8,1	4,9	0,0	4,8
mag.	-2,3	-5,7	0,0	-5,7	3,5	0,0	3,5	2,2	3,4	0,3	3,1	-1,2	0,3	-1,5
giu.	-11,2	-11,9	-3,2	-8,7	0,7	0,0	0,7	0,2	-0,7	0,0	-0,7	0,8	0,4	0,5
lug.	-17,5	-14,7	0,1	-14,8	-2,8	0,0	-2,8	13,0	11,2	0,2	11,1	1,7	-0,1	1,8
ago.	10,4	-5,9	0,2	-6,1	16,3	0,0	16,2	-3,0	-2,2	0,4	-2,5	-0,9	0,0	-0,9
set.	-5,1	-1,8	-1,3	-0,5	-3,3	0,0	-3,3	7,5	6,7	1,0	5,7	0,9	0,5	0,4
ott.	-25,5	-15,6	0,2	-15,7	-9,9	0,0	-9,9	13,9	4,9	0,2	4,7	9,0	0,0	9,0
nov.	-15,8	-13,6	-13,0	-0,6	-2,2	0,1	-2,3	15,0	5,8	0,1	5,7	9,2	0,4	8,8
dic.	6,4	-3,5	5,6	-9,1	9,9	0,0	9,9	0,8	6,4	0,3	6,1	-5,5	0,0	-5,6

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Titoli di debito										
	Attività			Passività	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario					
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		
				Amministrazioni pubbliche										Amministrazioni pubbliche	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	-0,4	-7,6	-31,0	-4,4	85,5	-0,7	-17,4	-71,0	-0,9	157,2	2,0	-31,9	-19,5	-1,1	41,9
2003	-0,3	-12,9	-54,4	-2,6	117,5	-2,4	-45,1	-132,0	-0,2	188,7	0,2	-41,3	11,2	0,4	12,4
2004	0,0	-22,9	-42,5	.	127,3	1,4	-85,7	-68,9	.	199,4	-0,2	-40,9	-14,3	.	2,1
2003 4° trim.	0,0	-3,6	-21,9	-0,4	45,5	-0,4	-7,3	-18,9	-0,4	33,4	-0,2	-13,1	1,3	1,3	-5,6
2004 1° trim.	0,0	-6,0	-24,8	-0,9	24,5	-0,5	-26,3	-20,2	-0,6	42,1	-0,2	-10,6	-3,8	-1,1	22,7
2° trim.	0,0	-12,4	-3,6	-0,7	-4,8	0,3	-10,7	-17,8	-0,2	80,2	0,1	-5,0	-3,4	-2,4	-1,0
3° trim.	0,0	-2,5	-3,0	-0,6	38,9	0,7	-23,0	-15,2	-0,2	33,5	0,0	-14,7	-3,5	-0,6	-7,4
4° trim.	0,0	-2,0	-11,0	.	68,7	0,8	-25,7	-15,6	.	43,6	-0,1	-10,6	-3,6	.	-12,2
2003 dic.	0,0	-0,3	-6,9	-	12,0	0,0	2,8	-1,6	-	-5,7	0,0	-6,4	2,3	-	-23,5
2004 gen.	0,0	-3,4	-6,8	-	1,5	0,0	-13,0	-6,3	-	25,8	0,1	-15,5	-2,3	-	10,7
feb.	0,1	-3,1	-6,7	-	20,5	0,0	-1,6	-1,4	-	11,0	-0,2	-5,5	-0,4	-	0,8
mar.	0,0	0,5	-11,4	-	2,5	-0,4	-11,6	-12,5	-	5,3	0,0	10,4	-1,1	-	11,2
apr.	0,0	-1,0	2,6	-	-20,1	0,2	-2,8	-5,8	-	38,0	0,0	-15,3	-3,9	-	0,5
mag.	0,0	-1,8	0,5	-	0,8	0,1	-7,3	-7,4	-	15,3	-0,2	2,6	0,7	-	-3,8
giu.	0,0	-9,7	-6,8	-	14,4	0,0	-0,5	-4,6	-	26,9	0,3	7,6	-0,3	-	2,3
lug.	0,0	-8,9	0,2	-	10,6	-0,3	-12,9	0,8	-	-11,3	0,3	-19,1	2,0	-	-2,7
ago.	0,0	-4,2	-7,3	-	15,7	0,4	-12,0	-0,4	-	6,2	-0,2	-3,5	-0,9	-	7,3
set.	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,6	-	38,5	-0,1	7,9	-4,6	-	-12,0
ott.	0,0	-2,9	-3,3	-	16,3	0,3	-13,6	-5,1	-	15,6	-0,1	1,2	-3,9	-	1,8
nov.	0,0	-10,8	-7,1	-	23,6	0,4	-9,9	-5,1	-	16,9	0,2	-13,2	0,8	-	-6,5
dic.	0,0	11,8	-0,6	-	28,9	0,2	-2,2	-5,4	-	11,1	-0,2	1,5	-0,4	-	-7,5

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
	Banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi														
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2002	-224,6	66,3	-0,9	19,3	0,1	-	-8,2	-168,0	25,8	-34,4	52,3	-133,6	-26,4	-55,8	-	29,3
2003	-241,8	168,0	-0,8	10,2	-0,4	-	-3,8	-154,7	137,6	-59,8	66,0	-94,8	71,6	-85,9	-	24,0
2004	-299,6	267,5	-0,4	7,0	-1,6	-1,5	-6,1	-260,7	245,5	-24,2	1,8	-236,5	243,7	-36,9	-18,9	21,2
2003 4° trim.	-79,0	61,0	-0,7	-0,6	3,2	-	-4,6	-71,3	53,8	-16,5	18,1	-54,8	35,7	-10,1	-	12,4
2004 1° trim.	-182,0	180,5	-0,6	-1,2	-0,6	-0,5	-6,4	-156,1	158,5	-10,5	0,4	-145,6	158,1	-24,7	-20,0	29,6
2° trim.	-23,8	18,1	0,9	1,6	-4,8	-4,7	3,1	-5,5	22,3	-2,4	6,8	-3,1	15,5	-14,4	4,5	-8,8
3° trim.	-19,9	7,9	-1,5	3,2	0,4	-0,2	2,2	-24,1	6,6	-7,8	-5,7	-16,3	12,3	5,4	-10,3	-4,1
4° trim.	-73,9	60,9	0,8	3,4	3,4	3,9	-5,0	-75,0	58,0	-3,5	0,3	-71,5	57,8	-3,2	6,9	4,6
2003 dic.	10,4	2,2	-0,9	1,3	0,8	-	-4,0	3,9	0,2	-4,8	10,2	8,7	-9,9	6,6	-	4,6
2004 gen.	-68,9	67,8	-0,5	2,6	-0,3	-0,3	-4,6	-62,6	76,4	-1,3	4,3	-61,3	72,1	-5,5	-4,1	-6,7
feb.	-28,8	14,6	-0,4	-4,3	0,4	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-5,1	-5,0	2,6
mar.	-84,3	98,1	0,2	0,5	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-66,0	68,7	-14,1	-10,8	33,7
apr.	-52,5	48,3	0,6	0,6	-1,4	-1,2	-0,3	-50,5	54,3	-6,3	0,4	-44,1	53,9	-1,2	3,0	-6,4
mag.	10,3	1,8	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,5	17,6	10,4	3,6	3,6	14,0	6,8	-7,0	4,5	-8,8
giu.	18,5	-32,0	0,5	1,3	-3,2	-3,5	2,9	27,4	-42,5	0,4	2,7	27,0	-45,2	-6,2	-3,1	6,4
lug.	55,7	-27,3	-0,3	1,5	-0,3	-0,5	-0,4	46,0	-12,7	3,1	-7,8	42,9	-4,9	10,3	1,7	-15,7
ago.	-32,2	31,6	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,4	18,9	-5,8	2,4	-25,6	16,5	-0,4	-2,3	12,5
set.	-43,4	3,7	-1,0	1,5	0,9	0,7	2,6	-38,7	0,4	-5,2	-0,2	-33,5	0,6	-4,6	-9,7	-0,9
ott.	-15,2	1,4	0,1	1,1	2,0	2,3	0,3	-9,9	-0,8	7,4	5,5	-17,3	-6,3	-7,4	-1,8	0,8
nov.	-68,7	107,9	0,5	1,9	-1,1	-0,7	-0,4	-60,3	96,9	-0,9	2,9	-59,4	94,0	-7,7	-1,0	9,4
dic.	10,0	-48,4	0,3	0,3	2,5	2,3	-4,9	-4,8	-38,2	-10,1	-8,2	5,3	-30,0	12,0	9,7	-5,7

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche								
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività	
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2001	0,2	0,0	4,5	0,0	-0,1	4,4	-	-	-1,3	0,0	-0,5	0,1	
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-7,9	-0,3	
2003	-0,8	0,0	10,2	0,0	-0,1	0,6	-	-	-0,9	0,0	-4,1	0,3	
2003 3° trim.	0,3	0,0	5,8	0,0	0,0	-0,1	-	-	-0,2	0,0	4,8	0,5	
4° trim.	-0,7	0,0	-0,6	0,0	0,0	3,1	-	-	0,1	0,0	-4,1	-0,4	
2004 1° trim.	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,2	0,7	-0,5	-0,8	0,0	-6,1	-0,3	
2° trim.	0,9	0,0	1,5	0,1	0,0	-4,4	0,4	-4,7	-0,5	0,0	2,8	0,2	
3° trim.	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,1	0,0	2,1	0,1	

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori								
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività	
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi					
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24		
2001	-215,2	-14,0	222,8	10,2	-3,3	-30,2	-	-	-8,9	1,2	14,7	5,2	
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-2,1	-50,1	-	-	-3,6	-3,6	26,3	6,6	
2003	-154,1	-0,5	137,7	-0,1	0,2	-83,6	-	-	-2,5	3,3	21,4	-0,7	
2003 3° trim.	88,4	-0,2	-6,9	-1,0	-0,1	-1,3	-	-	3,8	-1,5	-15,1	-4,8	
4° trim.	-70,7	-0,6	53,6	0,2	-1,0	-8,6	-	-	-0,5	2,5	11,0	-1,1	
2004 1° trim.	-153,6	-2,6	157,0	1,6	-2,5	-20,6	-0,6	-20,0	-1,7	4,8	24,6	0,3	
2° trim.	-4,8	-0,6	22,3	0,0	-3,2	-10,3	-14,7	4,5	-0,9	1,6	-8,4	-2,0	
3° trim.	-22,4	-1,7	5,1	1,5	1,8	4,4	14,7	-10,3	-0,8	0,0	-6,6	2,5	

8. Riserve ufficiali

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera						Altre attività	
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2002	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2003	29,9	1,7	0,0	-1,6	29,8	-1,8	1,6	0,0	23,1	6,9	0,1	0,0
2003 3° trim.	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,5	4,1	0,0	0,0
4° trim.	13,6	0,6	0,0	1,8	11,2	-1,0	-1,9	0,0	13,0	1,1	0,0	0,0
2004 1° trim.	9,4	-0,1	-0,1	0,7	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	0,0	0,0
2° trim.	-2,8	0,5	0,1	0,6	-4,0	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,1	0,0
3° trim.	3,4	0,0	-0,1	1,5	2,0	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0

Fonte: BCE.

7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ¹⁾	Titoli di debito ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	68,0	-155,4	176,8	-121,5	48,7	189,4	-55,7	21,1	-10,9	-5,9	154,6	170,1
2003	35,0	-132,4	126,8	-175,2	122,3	201,4	-86,3	20,2	-12,4	-17,1	82,4	91,7
2004	57,3	-85,8	65,7	-125,7	117,3	182,4	-38,5	15,1	-2,8	-53,1	132,0	158,3
2003 4° trim.	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,2	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,2	17,6
2004 1° trim.	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,2	57,6	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,4	39,7
2° trim.	9,9	-25,0	14,9	-24,8	-5,0	68,2	-19,3	-5,8	-0,4	-9,7	2,9	0,8
3° trim.	14,0	-11,2	17,1	-21,8	37,9	37,6	5,8	-1,9	-4,4	-9,9	63,2	64,5
4° trim.	16,2	-27,7	29,3	-30,2	76,2	19,0	0,2	-0,5	-4,5	-28,5	49,5	53,2
2003 dic.	11,2	-21,9	11,7	-6,3	13,3	-30,6	7,4	0,6	-6,2	11,4	-9,4	-11,5
2004 gen.	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,5	33,7	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,8	23,5
feb.	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	9,0
mar.	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,4	-14,8	32,2	3,5	-0,4	-2,2	7,2
apr.	0,6	-14,7	13,1	-7,0	-22,9	31,3	-2,6	-6,7	-1,1	17,0	6,9	7,0
mag.	4,0	-2,2	1,9	-6,2	4,1	8,7	-7,2	-8,4	-0,8	-15,4	-21,5	-20,7
giu.	5,3	-8,0	-0,2	-11,6	13,8	28,2	-9,4	9,2	1,5	-11,3	17,6	14,5
lug.	6,0	-17,6	13,1	2,9	6,3	-12,7	10,0	-16,1	-0,8	12,1	3,1	-0,7
ago.	5,4	10,2	-3,0	-8,5	15,5	14,7	-0,6	12,5	-6,4	-10,5	29,2	30,3
set.	2,6	-3,8	7,0	-16,2	16,2	35,7	-3,7	1,7	2,8	-11,5	30,9	34,9
ott.	1,8	-25,6	13,9	-12,4	14,9	14,7	-5,4	1,1	-3,3	19,7	19,4	20,4
nov.	5,4	-2,9	14,6	-11,5	27,6	7,7	-8,9	9,0	1,9	-34,7	8,3	10,1
dic.	9,0	0,8	0,8	-6,4	33,6	-3,4	14,5	-10,6	-3,0	-13,5	21,9	22,8
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2004 dic.	57,3	-85,8	65,7	-125,7	117,3	182,4	-38,5	15,1	-2,8	-53,1	132,0	158,3

F30 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- attività nette sull'estero delle IFM
- saldo di conto corrente e conto capitale
- investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- investimenti di portafoglio: passività in titoli di debito (esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni)



Fonte: BCE.

- 1) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.
- 2) Esclusi i titoli di debito emessi da IFM con scadenza fino a due anni.

7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro (miliardi di euro)

1. Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2003 al 3° trim. 2004	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	1.767,5	654,5	35,3	57,3	354,5	148,9	58,5	23,2	46,9	121,0	298,9	623,1
Beni	1.104,1	383,6	24,3	39,7	197,2	122,2	0,2	14,1	32,5	62,1	167,3	444,5
Servizi	344,4	126,3	6,9	9,8	89,7	15,7	4,3	4,2	9,9	34,4	69,7	99,8
Redditi	236,7	83,9	3,8	7,3	58,2	9,8	4,8	4,4	4,1	18,9	54,8	70,5
di cui: redditi da capitale	221,6	79,3	3,7	7,2	56,9	9,7	1,8	4,3	4,1	12,7	53,0	68,3
Trasferimenti correnti	82,3	60,6	0,4	0,5	9,4	1,2	49,2	0,4	0,3	5,6	7,1	8,3
Conto capitale	25,3	22,8	0,0	0,0	0,6	0,1	22,1	0,0	0,0	0,4	1,2	0,9
Debiti												
Conto corrente	1.722,3	584,2	33,3	54,4	287,9	126,8	81,7	18,2	81,2	115,6	255,0	668,1
Beni	989,6	301,4	23,5	37,3	137,9	102,7	0,0	8,5	50,3	50,2	107,2	472,0
Servizi	321,6	99,4	6,1	7,7	66,9	18,5	0,2	4,6	7,0	28,3	74,0	108,4
Redditi	275,0	94,9	3,4	8,7	75,2	4,0	3,6	3,6	23,6	32,2	64,2	56,5
di cui: redditi da capitale	268,7	91,7	3,4	8,6	74,3	2,0	3,6	3,5	23,5	31,7	63,4	55,0
Trasferimenti correnti	136,1	88,5	0,3	0,7	7,9	1,5	78,0	1,5	0,3	5,0	9,6	31,2
Conto capitale	6,2	1,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4	4,5
Saldo												
Conto corrente	45,3	70,3	2,0	2,9	66,5	22,2	-23,2	5,0	-34,4	5,4	43,9	-45,0
Beni	114,6	82,2	0,8	2,4	59,3	19,5	0,2	5,7	-17,8	11,8	60,1	-27,4
Servizi	22,8	26,9	0,8	2,0	22,8	-2,8	4,1	-0,4	2,9	6,1	-4,2	-8,6
Redditi	-38,3	-10,9	0,4	-1,3	-17,0	5,8	1,2	0,8	-19,5	-13,3	-9,4	13,9
di cui: redditi da capitale	-47,1	-12,5	0,3	-1,4	-17,4	7,7	-1,7	0,9	-19,4	-19,0	-10,3	13,3
Trasferimenti correnti	-53,8	-27,9	0,0	-0,2	1,4	-0,3	-28,8	-1,1	-0,1	0,6	-2,5	-22,8
Conto capitale	19,2	21,8	0,0	0,0	0,3	-0,1	21,7	0,0	0,0	0,2	0,8	-3,6

2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2003 al 3° trim. 2004	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-39,9	-31,4	0,9	-1,9	-29,0	-1,5	0,1	4,7	-6,4	14,8	10,4	-5,7	-26,3
All'estero	-100,2	-48,3	-0,7	-5,8	-38,8	-3,1	0,0	1,2	-9,1	4,0	-0,5	-19,6	-28,0
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-87,8	-38,2	-2,1	-6,2	-22,6	-7,3	0,0	0,8	-5,2	3,1	-18,7	-12,9	-16,7
Debito	-12,3	-10,1	1,5	0,4	-16,2	4,2	0,0	0,4	-3,8	1,0	18,2	-6,7	-11,3
Nell'area dell'euro	60,2	16,9	1,6	3,9	9,8	1,6	0,1	3,4	2,7	10,8	10,9	13,9	1,7
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	74,6	37,0	1,5	1,9	33,2	0,3	0,1	2,8	1,9	9,6	13,1	10,6	-0,4
Debito	-14,4	-20,0	0,1	2,0	-23,4	1,3	0,0	0,6	0,7	1,2	-2,2	3,3	2,1

Fonte: BCE.

7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro
(miliardi di euro)

3. Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio, attività distinte per strumento

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 4° trim. 2003 al 3° trim. 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-270,3	-102,4	-0,4	-9,8	-73,8	-12,9	-5,5	-7,1	-36,1	-0,3	-60,3	-20,2	-44,0
Azioni e altre partecipazioni	-77,9	-8,5	2,1	-1,4	-7,8	-1,1	-0,1	-2,4	-17,7	0,6	-16,6	-13,0	-20,4
Titoli di debito	-192,4	-93,9	-2,5	-8,4	-66,0	-11,8	-5,3	-4,7	-18,4	-0,9	-43,6	-7,2	-23,6
Obbligazioni e notes	-139,2	-69,1	-0,3	-5,6	-48,1	-9,3	-5,7	-4,4	-7,6	-0,8	-38,4	2,5	-21,5
Strumenti di mercato monetario	-53,2	-24,9	-2,1	-2,8	-17,8	-2,4	0,3	-0,3	-10,8	-0,1	-5,3	-9,6	-2,1

4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 4° trim. 2003 al 3° trim. 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	-37,1	-76,5	-0,3	-15,6	-69,2	-0,6	9,2	0,6	8,5	2,6	36,3	-43,8	2,2	33,0
Attività	-304,7	-239,4	-7,8	-17,4	-202,2	-12,3	0,3	-0,9	-1,1	-2,3	-18,4	-36,5	-4,0	-2,1
Amministrazioni pubbliche	-1,9	-2,5	0,0	0,0	-2,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	-1,6	1,7
IFM	-259,0	-199,7	-5,8	-13,7	-168,5	-12,2	0,4	-0,2	-2,6	-0,6	-29,7	-19,3	-2,2	-4,5
Altri settori	-43,9	-37,2	-2,0	-3,7	-31,1	-0,3	-0,1	-0,6	1,5	-1,8	10,8	-17,1	-0,1	0,7
Passività	267,6	162,9	7,5	1,8	133,0	11,7	8,9	1,5	9,6	4,9	54,7	-7,3	6,2	35,1
Amministrazioni pubbliche	-5,7	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0	0,0	-0,7	-0,5	0,7	0,0	0,2	0,7
IFM	244,2	158,1	7,4	0,5	129,5	9,8	11,0	1,1	7,1	1,0	40,3	-6,2	6,2	36,5
Altri settori	29,1	10,8	0,1	1,2	3,5	1,9	4,0	0,4	3,2	4,5	13,7	-1,2	-0,2	-2,1

5. Posizione patrimoniale verso l'estero

(consistenze di fine periodo)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
2003	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Investimenti diretti	79,7	-250,1	1,8	-11,1	-346,3	105,6	-0,1	33,0	5,0	71,2	-3,3	-40,2	-0,1	264,2
All'estero	2.110,4	683,3	25,9	63,5	485,0	108,8	0,0	73,0	53,6	231,6	492,8	218,5	0,0	357,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.647,3	524,9	22,6	40,3	377,0	85,0	0,0	59,5	45,4	171,4	350,5	206,0	0,0	289,5
Debito	463,1	158,3	3,4	23,2	107,9	23,8	0,0	13,5	8,2	60,1	142,3	12,5	0,0	68,0
Nell'area dell'euro	2.030,7	933,4	24,2	74,6	831,2	3,2	0,1	39,9	48,7	160,4	496,2	258,7	0,1	93,4
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.474,4	732,2	18,9	60,2	650,8	2,3	0,0	37,5	38,4	109,7	347,0	135,1	0,1	74,2
Debito	556,4	201,1	5,2	14,4	180,5	1,0	0,1	2,4	10,2	50,7	149,1	123,6	0,0	19,1
Investimenti di portafoglio: attività	2.607,4	799,4	48,3	91,7	568,3	45,0	46,1	57,0	117,5	84,7	960,3	284,5	27,8	276,2
Azioni e altre partecipazioni	1.054,6	267,4	8,3	26,0	223,5	9,6	0,0	6,8	80,7	75,7	441,6	74,9	0,5	107,0
Titoli di debito	1.552,8	532,0	40,0	65,7	344,8	35,5	46,1	50,2	36,8	9,0	518,7	209,6	27,3	169,2
Obbligazioni e notes	1.317,0	433,8	37,5	53,6	262,3	34,9	45,5	49,0	35,2	7,9	423,6	197,0	26,2	144,2
Strumenti di mercato monetario	235,8	98,2	2,5	12,0	82,4	0,6	0,6	1,2	1,6	1,2	95,0	12,5	1,1	25,0
Altri investimenti	-314,8	-76,5	33,5	18,1	23,4	12,2	-163,8	2,1	14,1	-52,5	-71,8	-239,6	-6,8	116,1
Attività	2.587,3	1.240,7	49,9	49,1	1.064,8	72,5	4,5	14,2	86,4	170,6	368,4	229,7	38,9	438,4
Amministrazioni pubbliche	92,7	9,4	0,0	0,0	4,2	2,4	2,8	0,0	0,3	0,1	2,8	1,1	33,2	45,8
IFM	1.768,1	961,8	42,2	33,1	834,2	51,7	0,7	6,8	70,3	109,0	233,9	153,0	5,1	228,1
Altri settori	726,4	269,5	7,7	16,0	226,4	18,4	1,0	7,3	15,8	61,5	131,7	75,6	0,5	164,5
Passività	2.902,1	1.317,2	16,3	31,0	1.041,4	60,3	168,2	12,1	72,3	223,1	440,1	469,3	45,6	322,3
Amministrazioni pubbliche	43,5	25,6	0,0	0,1	4,1	0,2	21,1	0,0	1,6	0,3	5,2	0,3	3,0	7,6
IFM	2.333,1	1.012,1	13,2	15,5	816,6	48,3	118,5	6,7	50,6	192,0	350,7	436,2	41,3	243,5
Altri settori	525,5	279,5	3,2	15,3	220,7	11,8	28,6	5,4	20,1	30,8	84,3	32,8	1,4	71,2

Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze di fine periodo)

1. Riepilogo della posizione patrimoniale verso l'estero

	Totale	Totale in percentuale del PIL	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7
<i>Posizione patrimoniale netta verso l'estero</i>							
2000	-506,9	-7,7	369,9	-832,7	2,0	-437,3	391,2
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,5	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
<i>Attività</i>							
2000	6.763,5	102,8	1.632,4	2.327,7	105,8	2.306,4	391,2
2001	7.628,1	111,4	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	102,5	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,9	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
<i>quota percentuale del totale delle attività</i>							
2003	100,0	-	27,2	33,6	2,0	33,3	3,9
<i>Passività</i>							
2000	7.270,3	110,5	1.262,5	3.160,4	103,8	2.743,7	-
2001	8.026,9	117,2	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	111,3	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	117,4	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
<i>quota percentuale del totale delle passività</i>							
2003	100,0	-	23,8	40,2	1,9	34,0	-

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti					
	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
	Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	1.284,7	115,2	1.169,5	347,7	1,7	346,0	976,6	32,1	944,4	285,9	1,8	284,2
2001	1.555,8	124,6	1.431,2	395,6	0,8	394,8	1.175,1	32,5	1.142,6	366,1	2,8	363,3
2002	1.544,1	127,7	1.416,4	333,3	0,3	333,0	1.264,6	37,1	1.227,5	408,6	2,9	405,7
2003	1.647,3	114,8	1.532,5	463,1	0,4	462,7	1.474,4	47,6	1.426,8	556,4	2,9	553,5

3. Investimenti di portafoglio: attività distinte per strumento e per settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
	Attività				Passività	Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività
			Amministrazioni pubbliche	Altri settori				Amministrazioni pubbliche	Altri settori				Amministrazioni pubbliche	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2000	0,5	43,6	5,7	1.105,2	1.620,1	3,1	335,3	5,7	704,4	1.372,7	0,5	87,5	0,1	36,2	167,5
2001	0,6	38,5	6,7	1.070,9	1.640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1.514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1.366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1.628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1.516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1.701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4

Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

4. Altri investimenti distinti per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	2,9	0,1	41,8	0,3	2,8	77,5	-	-	53,5	0,2	47,2	12,1
2001	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	-	-	55,8	0,2	44,8	12,3
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	-	-	54,4	0,1	42,8	13,5
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	1.422,4	37,1	2.128,1	42,2	173,5	435,7	-	-	100,9	109,2	322,8	39,8
2001	1.666,6	48,8	2.364,6	49,3	176,3	515,8	-	-	101,2	109,6	360,2	40,9
2002	1.631,3	55,3	2.197,7	42,9	183,6	496,7	-	-	93,9	102,6	369,3	49,6
2003	1.731,1	32,3	2.238,8	28,8	176,4	470,4	148,7	321,6	79,6	103,0	377,6	44,9

5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali												Per memoria:			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nette predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di onces			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli							Strumenti finanziari derivati
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	0,9	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 2° trim.	301,4	127,8	392,324	4,6	22,4	146,7	11,4	27,6	107,1	-	-	-	0,6	0,0	18,3	-10,2
3° trim.	298,2	131,4	392,200	4,6	20,5	141,8	8,0	31,2	102,5	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-8,5
2004 nov.	291,6	133,4	391,219	4,1	19,4	134,7	9,8	28,0	96,8	-	-	-	0,1	0,0	18,8	-11,5
dic.	279,6	125,4	389,998	3,9	18,6	131,6	11,5	25,5	94,6	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-12,8
2005 gen.	289,0	126,1	389,435	4,0	18,8	140,1	10,2	30,1	99,8	-	-	-	0,0	0,0	19,9	-14,4
delle quali detenute dalla Banca centrale europea																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 2° trim.	37,4	8,0	24,656	0,2	0,0	29,2	1,5	3,7	24,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,5
3° trim.	38,0	8,3	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,0
2004 nov.	36,5	8,4	24,656	0,2	0,0	27,9	2,2	5,5	20,2	-	-	-	0,0	0,0	1,8	-0,8
dic.	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005 gen.	36,3	8,0	24,656	0,2	0,0	28,2	2,0	4,8	21,5	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,3

Fonte: BCE.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

1. Esportazioni e importazioni in valore, in volume e valori unitari, per categoria merceologica

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale	Totale			Per memoria:	
				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	6,1	-0,7	1.062,6	505,9	234,9	289,2	932,6	1.014,5	579,2	178,9	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,9	512,6	227,8	309,5	949,6	984,6	559,4	163,3	234,2	717,5	105,2
2003	-2,2	0,5	1.058,7	501,0	222,8	300,4	924,6	988,2	554,0	164,2	240,9	715,5	109,1
2004	8,4	8,5	1.144,2	538,6	241,8	310,3	987,5	1.071,0	593,8	177,3	252,2	758,3	127,4
2003 3° trim.	-2,2	-1,0	265,4	125,7	56,4	75,4	232,7	243,3	135,4	39,6	60,3	176,6	26,8
4° trim.	-0,4	1,5	269,4	125,7	57,6	76,4	233,3	250,4	139,0	42,2	61,6	180,7	27,0
2004 1° trim.	4,6	-0,2	277,7	130,7	58,5	75,7	241,4	251,0	137,6	41,6	62,1	182,3	26,2
2° trim.	11,7	8,8	286,6	134,5	59,7	78,7	245,7	262,7	145,5	44,4	62,2	186,0	29,3
3° trim.	8,8	14,2	289,1	136,9	61,3	78,9	249,7	277,0	156,1	45,0	64,0	193,7	36,1
4° trim.	8,4	11,7	290,9	136,4	62,3	77,0	250,7	280,3	154,6	46,4	63,9	196,4	35,8
2004 lug.	7,8	9,0	96,2	45,6	20,6	26,3	83,6	91,1	51,0	14,4	21,0	64,0	11,0
ago.	13,1	20,4	96,7	46,1	20,3	26,5	82,8	93,5	52,9	15,3	21,7	64,8	12,4
set.	6,3	14,1	96,2	45,3	20,5	26,1	83,3	92,3	52,2	15,2	21,2	64,8	12,7
ott.	3,0	7,0	96,1	45,2	20,8	25,4	82,8	93,2	51,0	15,4	21,4	64,9	12,9
nov.	14,0	17,7	97,6	45,7	20,7	25,9	83,8	94,2	52,5	15,8	21,3	66,4	12,1
dic.	8,9	10,5	97,1	45,5	20,9	25,7	84,0	92,9	51,1	15,2	21,1	65,1	10,7
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,5	107,8	105,5	98,9	99,3	96,4	100,6	98,0	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	115,0	108,3	98,3	98,8	89,7	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,8	108,0	114,8	109,2	101,8	100,5	95,3	110,4	100,1	104,9
2004	8,3	5,8	117,8	113,5	118,2	118,7	117,1	107,5	102,0	104,5	116,7	105,9	104,2
2003 3° trim.	0,8	2,4	109,7	106,7	110,3	115,6	110,4	101,1	99,6	92,6	111,0	99,4	109,4
4° trim.	3,0	5,5	111,9	107,2	112,2	117,3	111,3	104,1	102,0	98,4	113,7	102,0	106,5
2004 1° trim.	7,5	4,6	115,8	112,0	115,3	116,8	115,6	105,2	101,0	98,7	115,9	103,4	101,3
2° trim.	11,2	5,6	117,8	113,5	116,4	119,8	116,4	106,4	101,5	104,0	115,2	104,0	100,3
3° trim.	7,4	8,0	117,9	114,4	119,0	120,1	117,6	108,8	104,1	105,0	117,3	106,9	112,8
4° trim.	7,3	5,1	119,5	114,0	122,2	118,1	118,9	109,7	101,4	110,5	118,4	109,3	102,2
2004 lug.	6,6	2,5	118,0	114,4	120,6	119,6	118,4	107,6	102,9	99,1	114,9	105,4	107,2
ago.	10,8	13,9	117,9	115,0	117,2	121,3	116,8	110,2	105,3	108,3	119,7	107,7	113,5
set.	5,5	8,5	118,0	113,7	119,2	119,4	117,7	108,7	104,0	107,5	117,4	107,7	117,7
ott.	2,0	-0,3	118,4	113,5	121,5	116,9	117,9	108,8	99,3	109,3	119,3	108,2	106,4
nov.	11,9	10,5	119,6	113,4	121,6	118,5	118,6	110,0	102,6	112,7	118,4	110,6	100,9
dic.	8,5	5,4	120,6	115,1	123,5	118,7	120,1	110,3	102,2	109,6	117,5	109,1	99,4
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	1,1	0,3	101,0	100,7	100,1	102,1	100,9	100,2	98,7	101,5	102,9	101,7	88,6
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	0,0	2,5	96,9	96,3	94,5	99,5	96,2	97,2	98,5	92,8	97,9	96,2	99,4
2003 3° trim.	-3,0	-3,3	96,5	95,7	94,6	99,2	96,2	94,0	92,0	93,6	98,4	95,5	79,9
4° trim.	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,9	99,1	95,7	93,9	92,2	93,8	98,1	95,2	82,5
2004 1° trim.	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,8	98,7	95,3	93,2	92,1	92,2	97,1	94,8	84,3
2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,2	94,8	100,0	96,4	96,5	97,0	93,3	97,8	96,1	95,1
3° trim.	1,3	5,8	97,8	97,2	95,2	99,9	96,9	99,4	101,5	93,7	98,8	97,4	104,2
4° trim.	1,1	6,3	97,1	97,2	94,3	99,3	96,3	99,8	103,2	91,8	97,8	96,6	114,0
2004 lug.	1,1	6,4	97,7	97,0	94,6	100,3	96,7	99,2	100,6	95,5	99,5	98,0	100,1
ago.	2,1	5,8	98,2	97,6	95,9	99,7	97,1	99,5	102,1	93,0	98,6	97,1	106,7
set.	0,8	5,2	97,6	97,0	95,2	99,8	96,9	99,5	101,9	92,8	98,2	97,0	105,7
ott.	0,9	7,3	97,2	97,1	94,8	99,2	96,3	100,4	104,3	92,2	97,5	96,7	118,7
nov.	1,9	6,6	97,8	98,1	94,3	99,8	96,8	100,3	103,9	92,2	98,0	96,9	117,6
dic.	0,4	4,9	96,4	96,3	93,8	98,9	95,9	98,8	101,4	91,1	97,8	96,2	105,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (indici di volume e destagionalizzazione degli indici di valore unitario).

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2001	1.062,6	24,4	37,0	202,5	105,9	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,4	60,5	49,9	93,3
2002	1.083,9	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,6	43,4	100,5
2003	1.058,7	24,9	38,7	194,8	117,7	29,2	63,4	24,9	166,4	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,2
2004	1.144,2	25,4	41,4	203,0	126,2	35,5	66,0	31,8	173,5	40,2	33,0	149,6	63,5	40,1	115,0
2003 3° trim.	265,4	6,3	9,7	48,1	30,3	7,6	15,3	6,5	41,6	9,2	7,8	34,2	15,1	9,1	24,6
4° trim.	269,4	6,1	9,8	49,5	29,7	7,4	15,9	6,7	41,5	9,0	8,1	34,1	15,0	8,9	27,6
2004 1° trim.	277,7	6,1	10,0	49,3	31,2	8,0	15,5	7,9	42,4	9,8	8,4	36,9	15,2	9,6	27,2
2° trim.	286,6	6,3	10,4	50,4	31,5	9,0	16,2	8,2	43,9	10,4	8,0	36,8	15,7	9,9	29,8
3° trim.	289,1	6,4	10,5	51,7	31,1	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,8	16,8	10,2	27,5
4° trim.	290,9	6,6	10,5	51,7	32,3	9,1	17,0	7,7	43,9	10,1	8,1	37,1	15,8	10,4	30,5
2004 lug.	96,2	2,1	3,5	17,4	10,1	3,0	5,9	2,6	14,5	3,5	2,8	13,4	5,6	3,4	8,4
ago.	96,7	2,2	3,5	17,0	10,5	3,1	5,6	2,6	14,5	3,1	2,8	13,0	5,6	3,4	9,8
set.	96,2	2,2	3,5	17,3	10,6	3,1	5,7	2,7	14,3	3,3	2,8	12,4	5,5	3,5	9,4
ott.	96,1	2,2	3,5	17,3	11,0	2,9	5,5	2,6	14,3	3,4	2,6	12,3	5,4	3,3	9,7
nov.	97,6	2,2	3,5	17,6	10,7	3,1	5,7	2,5	14,7	3,3	2,7	12,2	5,1	3,7	10,6
dic.	97,1	2,2	3,5	16,7	10,6	3,2	5,8	2,6	14,9	3,4	2,8	12,6	5,3	3,4	10,2
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,7	11,0	3,1	5,8	2,8	15,2	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	10,0
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2001	1.014,5	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	80,6
2002	984,6	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,8	67,9	39,4	80,8
2003	988,2	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,4	74,4	52,2	141,5	68,9	39,8	82,3
2004	1.071,0	24,3	39,2	141,6	107,7	56,1	53,4	22,7	113,2	91,7	53,3	162,7	71,9	44,7	88,6
2003 3° trim.	243,3	5,8	9,1	33,7	25,3	11,7	12,3	4,8	27,3	18,6	12,6	34,5	17,0	9,7	20,7
4° trim.	250,4	5,9	9,4	34,5	27,0	11,9	12,4	5,0	26,6	20,0	12,9	36,4	16,5	10,5	21,4
2004 1° trim.	251,0	6,0	9,4	33,6	27,0	12,3	12,7	5,1	26,1	20,7	13,4	34,8	16,5	10,7	22,7
2° trim.	262,7	5,8	9,8	34,4	26,2	13,6	13,2	5,5	29,9	22,1	12,8	41,0	17,0	10,9	20,4
3° trim.	277,0	6,2	10,1	37,4	26,8	14,3	13,6	6,0	28,7	23,7	13,7	43,3	18,9	11,5	22,8
4° trim.	280,3	6,3	9,9	36,1	27,8	15,9	13,8	6,1	28,5	25,1	13,4	43,6	19,5	11,6	22,6
2004 lug.	91,1	2,0	3,3	12,3	8,7	4,5	4,5	1,9	9,6	7,8	4,6	13,9	6,2	3,8	8,0
ago.	93,5	2,1	3,4	12,8	9,0	4,7	4,5	2,0	9,6	7,9	4,6	15,3	6,4	3,9	7,4
set.	92,3	2,1	3,4	12,3	9,1	5,2	4,6	2,1	9,5	8,0	4,4	14,1	6,3	3,9	7,4
ott.	93,2	2,2	3,3	12,3	9,1	5,1	4,6	2,0	9,4	8,2	4,3	13,0	6,6	3,8	9,2
nov.	94,2	2,2	3,3	12,2	9,1	5,5	4,6	2,0	9,5	8,6	4,6	15,1	6,8	3,9	6,8
dic.	92,9	2,0	3,3	11,6	9,5	5,3	4,6	2,0	9,6	8,4	4,4	15,5	6,1	3,9	6,7
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,1	5,2	5,0	2,1	10,6	8,5	5,0	15,2	6,7	4,2	8,3
<i>Saldo</i>															
2001	48,1	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,0	-10,2	-13,6	8,9	12,6
2002	99,3	2,3	1,5	56,1	18,6	-15,0	12,0	3,8	58,5	-31,9	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,7
2003	70,5	1,1	1,7	55,9	15,6	-18,2	13,0	5,5	56,1	-39,1	-20,9	-6,1	-9,4	-1,8	16,9
2004	73,2	1,1	2,2	61,4	18,4	-20,6	12,6	9,1	60,3	-51,5	-20,3	-13,1	-8,3	-4,6	26,4
2003 3° trim.	22,1	0,5	0,6	14,4	5,0	-4,0	2,9	1,7	14,2	-9,5	-4,8	-0,3	-1,9	-0,6	3,9
4° trim.	19,1	0,2	0,5	15,0	2,7	-4,5	3,5	1,8	14,9	-11,0	-4,9	-2,3	-1,4	-1,6	6,2
2004 1° trim.	26,7	0,1	0,7	15,6	4,3	-4,2	2,8	2,8	16,3	-10,9	-5,0	2,1	-1,3	-1,1	4,5
2° trim.	23,9	0,4	0,6	15,9	5,3	-4,6	3,0	2,7	14,0	-11,8	-4,8	-4,1	-1,2	-1,0	9,4
3° trim.	12,1	0,2	0,4	14,3	4,3	-5,0	3,5	2,0	14,6	-13,8	-5,2	-4,5	-2,1	-1,3	4,7
4° trim.	10,5	0,2	0,6	15,5	4,5	-6,8	3,2	1,6	15,4	-15,0	-5,3	-6,5	-3,7	-1,2	7,8
2004 lug.	5,1	0,1	0,1	5,1	1,4	-1,4	1,4	0,7	4,9	-4,4	-1,8	-0,5	-0,6	-0,4	0,4
ago.	3,1	0,1	0,1	4,2	1,4	-1,6	1,1	0,6	4,9	-4,8	-1,8	-2,3	-0,7	-0,5	2,4
set.	3,9	0,1	0,1	5,0	1,5	-2,0	1,0	0,6	4,8	-4,6	-1,6	-1,8	-0,8	-0,4	2,0
ott.	2,9	0,0	0,2	5,0	1,9	-2,2	1,0	0,6	4,8	-4,8	-1,7	-0,7	-1,2	-0,5	0,5
nov.	3,4	0,0	0,2	5,4	1,5	-2,4	1,1	0,4	5,2	-5,2	-1,9	-2,8	-1,6	-0,2	3,8
dic.	4,2	0,2	0,2	5,1	1,1	-2,1	1,2	0,6	5,4	-4,9	-1,7	-2,9	-0,8	-0,5	3,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo e colonne 5, e 12 e 15).

8

TASSI DI CAMBIO

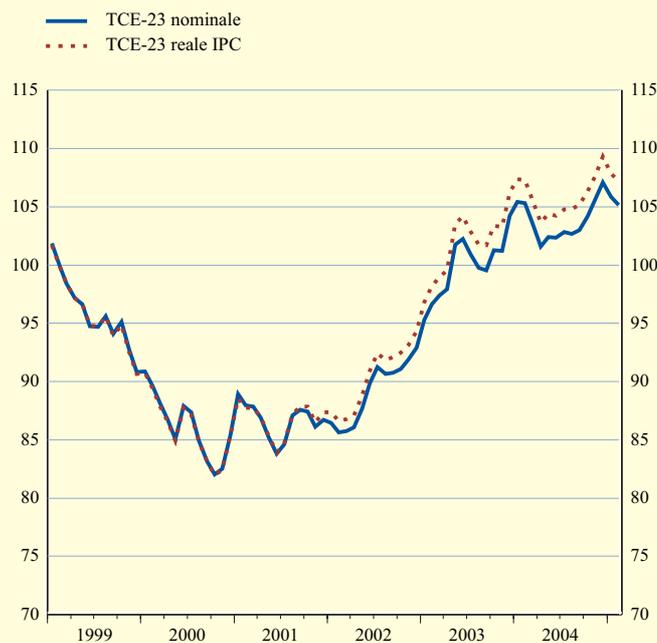
8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-23						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	89,2	90,4	91,9	90,4	88,1	88,5	94,8	90,9
2003	99,9	101,7	102,2	101,7	99,5	99,5	106,6	101,6
2004	103,8	105,9	105,3	.	.	.	111,0	105,3
2003 4° trim.	102,2	104,3	104,1	104,5	102,2	101,5	109,1	103,9
2004 1° trim.	104,7	106,7	106,4	106,4	104,6	104,2	111,6	106,1
2° trim.	102,1	104,1	103,6	104,7	101,7	101,1	109,2	103,7
3° trim.	102,8	104,9	104,5	105,3	101,4	101,7	110,1	104,5
4° trim.	105,7	107,7	106,9	.	.	.	113,0	107,1
2004 feb.	105,3	107,3	106,9	-	-	-	112,3	106,8
mar.	103,4	105,4	105,2	-	-	-	110,2	104,7
apr.	101,6	103,7	103,2	-	-	-	108,3	103,0
mag.	102,4	104,4	103,9	-	-	-	109,5	104,1
giu.	102,3	104,2	103,7	-	-	-	109,6	104,0
lug.	102,8	104,8	104,4	-	-	-	110,1	104,4
ago.	102,7	104,8	104,3	-	-	-	109,9	104,4
set.	103,0	105,2	104,6	-	-	-	110,3	104,7
ott.	104,2	106,3	105,5	-	-	-	111,5	105,8
nov.	105,6	107,6	106,7	-	-	-	113,1	107,0
dic.	107,1	109,3	108,4	-	-	-	114,4	108,4
2005 gen.	105,8	107,9	107,2	-	-	-	112,9	106,8
feb.	105,1	107,2	106,6	-	-	-	111,9	105,8
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2005 feb.	-0,7	-0,6	-0,6	-	-	-	-0,9	-0,9
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2005 feb.	-0,1	-0,1	-0,3	-	-	-	-0,3	-0,9

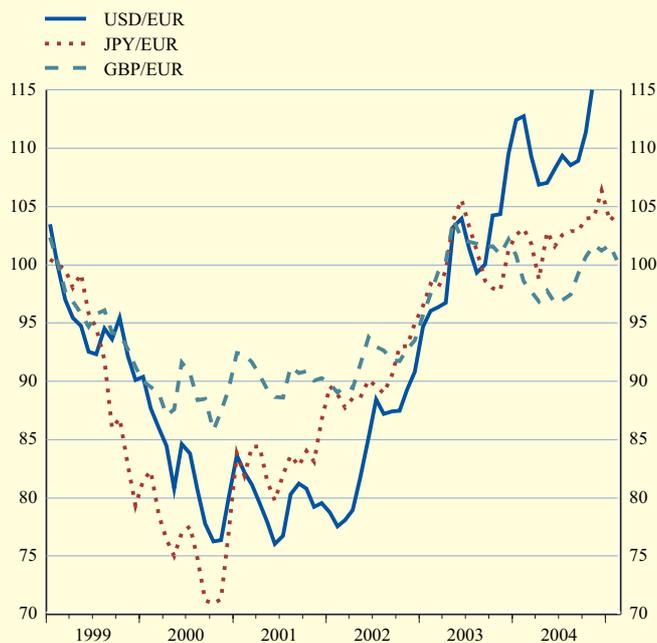
F31 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



F32 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Dollaro statunitense	Sterlina britannica	Yen giapponese	Franco svizzero	Corona svedese	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Corona danese	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano	Corona islandese	Dollaro neozelandese	Rand sud-africano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1.175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1.346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2004	1,2439	0,67866	134,44	1,5438	9,1243	1.422,62	9,6881	7,4399	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905	87,14	1,8731	8,0092
2003 4° trim.	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1.404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2004 1° trim.	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1.464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
2° trim.	1,2046	0,66704	132,20	1,5374	9,1450	1.400,41	9,3925	7,4393	2,0518	1,6374	8,2634	1,6907	87,70	1,9180	7,9465
3° trim.	1,2220	0,67216	134,38	1,5363	9,1581	1.411,03	9,5310	7,4367	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226	87,48	1,8701	7,7869
4° trim.	1,2977	0,69507	137,11	1,5335	9,0128	1.415,11	10,0964	7,4343	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132	86,19	1,8526	7,8379
2004 feb.	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1.474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
mar.	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1.429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
apr.	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1.381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
mag.	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1.412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
giu.	1,2138	0,66428	132,86	1,5192	9,1430	1.406,18	9,4648	7,4342	2,0791	1,6492	8,2856	1,7483	87,55	1,9301	7,8110
lug.	1,2266	0,66576	134,08	1,5270	9,1962	1.420,66	9,5672	7,4355	2,0995	1,6220	8,4751	1,7135	87,71	1,8961	7,5137
ago.	1,2176	0,66942	134,54	1,5387	9,1861	1.409,37	9,4968	7,4365	2,0886	1,6007	8,3315	1,7147	87,08	1,8604	7,8527
set.	1,2218	0,68130	134,51	1,5431	9,0920	1.403,06	9,5290	7,4381	2,0719	1,5767	8,3604	1,7396	87,65	1,8538	7,9943
ott.	1,2490	0,69144	135,97	1,5426	9,0620	1.426,19	9,7284	7,4379	2,0947	1,5600	8,2349	1,7049	87,58	1,8280	7,9861
nov.	1,2991	0,69862	136,09	1,5216	8,9981	1.411,15	10,1028	7,4313	2,1446	1,5540	8,1412	1,6867	87,15	1,8540	7,8566
dic.	1,3408	0,69500	139,14	1,5364	8,9819	1.408,77	10,4264	7,4338	2,2002	1,6333	8,2207	1,7462	83,99	1,8737	7,6847
2005 gen.	1,3119	0,69867	135,63	1,5469	9,0476	1.362,01	10,2269	7,4405	2,1501	1,6060	8,2125	1,7147	82,12	1,8620	7,8386
feb.	1,3014	0,68968	136,55	1,5501	9,0852	1.330,26	10,1507	7,4427	2,1327	1,6128	8,3199	1,6670	80,74	1,8192	7,8337
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>														
2005 feb.	-0,8	-1,3	0,7	0,2	0,4	-2,3	-0,7	0,0	-0,8	0,4	1,3	-2,8	-1,7	-2,3	-0,1
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>														
2005 feb.	2,9	1,9	1,3	-1,5	-1,0	-9,8	3,2	-0,1	0,0	-4,1	-5,2	2,5	-6,9	-0,4	-8,4

	Sterlina cipriota	Corona ceca	Corona estone	Fiorino ungherese	Litas lituano	Lat lettone	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Leu romeno	Nuova lira turca ¹⁾
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1.439.680
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694.851
2004	0,58185	31,891	15,6466	251,66	3,4529	0,6652	0,4280	4,5268	239,0874	40,022	1,9533	40,510	1.777.052
2003 4° trim.	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39,735	1.721.043
2004 1° trim.	0,58615	32,860	15,6466	260,00	3,4530	0,6664	0,4283	4,7763	237,6479	40,556	1,9517	40,550	1.665.395
2° trim.	0,58480	32,022	15,6466	252,16	3,4528	0,6542	0,4255	4,6877	238,8648	40,076	1,9493	40,664	1.759.532
3° trim.	0,57902	31,593	15,6466	248,80	3,4528	0,6597	0,4266	4,4236	239,9533	40,020	1,9559	40,994	1.807.510
4° trim.	0,57769	31,125	15,6466	245,94	3,4528	0,6801	0,4314	4,2342	239,8298	39,454	1,9559	39,839	1.871.592
2004 mar.	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40,029	1.620.374
apr.	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40,683	1.637.423
mag.	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40,554	1.818.487
giu.	0,58239	31,614	15,6466	253,02	3,4528	0,6565	0,4254	4,5906	239,3591	39,923	1,9547	40,753	1.814.266
lug.	0,58171	31,545	15,6466	249,89	3,4528	0,6596	0,4259	4,4651	239,9023	39,899	1,9558	40,962	1.784.116
ago.	0,57838	31,634	15,6466	248,85	3,4528	0,6586	0,4261	4,4310	239,9900	40,111	1,9559	40,946	1.799.918
set.	0,57696	31,601	15,6466	247,66	3,4528	0,6610	0,4277	4,3748	239,9677	40,049	1,9559	41,075	1.838.497
ott.	0,57595	31,491	15,6466	246,69	3,4528	0,6690	0,4297	4,3182	239,9067	39,997	1,9559	41,082	1.860.247
nov.	0,57789	31,286	15,6466	245,36	3,4528	0,6803	0,4319	4,2573	239,7891	39,546	1,9559	39,848	1.883.365
dic.	0,57909	30,636	15,6466	245,80	3,4528	0,6900	0,4325	4,1354	239,7987	38,872	1,9559	38,696	1.870.690
2005 gen.	0,58170	30,304	15,6466	246,48	3,4528	0,6963	0,4322	4,0794	239,7719	38,573	1,9559	38,168	1.778.4
feb.	0,58315	29,957	15,6466	243,69	3,4528	0,6961	0,4309	3,9867	239,7355	38,044	1,9559	36,733	1.710.4
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2005 feb.	0,2	-1,1	0,0	1,1	0,0	0,0	-0,3	-2,3	0,0	-1,4	0,0	-3,8	-3,8
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2005 feb.	-0,5	-8,8	0,0	-7,4	0,0	3,9	0,6	-17,9	0,9	-6,2	0,1	-9,4	-

Fonte: BCE.

1) I dati precedenti al gennaio 2005 si riferiscono alla lira turca; un milione di lire turche equivale a una nuova lira turca.

9

INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Slovenia	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IACP													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
2004 2° trim.	2,5	0,8	3,2	1,2	5,8	0,5	7,4	3,3	3,4	3,8	8,0	1,2	1,4
3° trim.	3,0	1,0	3,9	2,5	7,4	2,3	7,0	3,0	4,7	3,6	7,2	1,2	1,2
4° trim.	2,7	1,2	4,4	2,8	7,2	3,0	5,9	2,2	4,5	3,5	6,0	1,1	1,4
2004 set.	2,8	0,9	3,8	1,8	7,7	3,0	6,7	3,2	4,7	3,4	6,4	1,2	1,1
ott.	3,1	1,6	4,0	2,0	7,2	3,1	6,4	2,7	4,6	3,4	6,3	1,4	1,2
nov.	2,6	1,0	4,4	2,6	7,2	2,9	5,7	1,9	4,5	3,8	6,0	1,1	1,5
dic.	2,5	1,0	4,8	3,9	7,4	2,8	5,5	1,9	4,4	3,3	5,8	0,9	1,6
2005 gen.	1,5	0,8	4,2	2,8	6,7	2,8	3,9	1,9	3,8	2,3	3,1	0,5	1,6
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	-5,9	2,1	0,3	-2,4	-2,1	-2,0	-4,4	-6,4	-3,8	-2,8	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,8	0,7	1,4	-4,6	-2,7	-1,5	-9,2	-5,8	-3,6	-2,4	-5,7	0,0	-1,7
2003	-12,6	0,3	3,1	-6,4	-1,5	-1,9	-6,2	-9,6	-3,9	-2,0	-3,7	0,3	-3,3
Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	25,3	49,2	4,4	64,3	14,9	22,9	53,5	62,0	36,7	28,1	48,7	54,4	38,8
2002	28,8	48,8	5,3	67,4	14,1	22,4	57,2	62,3	41,1	29,5	43,3	52,6	38,3
2003	37,8	45,9	5,3	70,9	14,4	21,4	59,1	70,4	45,4	29,4	42,6	52,0	39,8
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 ago.	5,02	4,45	-	6,58	4,88	4,57	8,44	4,70	7,36	4,66	5,02	4,42	5,03
set.	5,02	4,38	-	6,58	4,87	4,56	8,58	4,70	6,96	4,63	5,04	4,37	4,95
ott.	4,82	4,23	-	6,58	4,63	4,38	8,23	4,71	6,80	4,47	5,08	4,25	4,81
nov.	4,55	4,09	-	6,45	4,58	4,25	7,64	4,70	6,45	4,31	4,92	4,13	4,74
dic.	4,05	3,86	-	6,26	4,58	3,95	7,17	4,70	6,00	4,07	4,58	3,90	4,58
2005 gen.	3,84	3,74	-	6,13	4,29	3,85	7,21	4,71	5,97	3,87	4,04	3,84	4,60
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 ago.	2,57	2,21	2,41	5,16	4,12	2,71	-	2,96	6,60	4,01	3,96	2,20	4,96
set.	2,72	2,21	2,41	5,15	4,14	2,68	-	2,96	7,12	4,07	4,16	2,20	4,95
ott.	2,67	2,21	2,41	5,15	4,20	2,69	11,09	2,96	6,89	4,10	4,26	2,21	4,90
nov.	2,61	2,21	2,41	5,13	4,49	2,70	9,57	2,95	6,81	4,06	4,22	2,20	4,88
dic.	2,57	2,20	2,41	5,16	4,39	2,65	-	2,96	6,72	4,05	3,74	2,18	4,87
2005 gen.	2,53	2,20	2,40	5,16	3,99	2,62	-	2,97	6,63	4,05	3,66	2,15	4,87
PIL a prezzi costanti													
2003	3,7	0,4	5,1	2,0	7,5	9,7	3,0	-0,3	3,8	2,5	4,5	1,5	2,2
2004	.	2,0	.	.	.	6,6	.	.	5,3	.	.	.	3,0
2004 2° trim.	3,9	2,5	5,8	4,1	7,7	7,4	4,2	-1,6	6,1	4,7	5,5	3,4	3,5
3° trim.	3,6	1,9	5,9	3,5	9,1	6,2	4,0	1,4	4,8	4,9	5,3	3,7	3,1
4° trim.	.	2,1	.	.	.	6,2	.	.	3,9	.	.	.	2,9
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2002	-5,7	2,3	-9,9	-4,5	-6,5	-4,8	-6,9	0,5	-2,6	0,7	-7,6	5,3	-1,7
2003	-6,2	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-9,0	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,6
2004 1° trim.	-2,3	3,0	-11,5	-12,6	-8,5	-8,7	-9,8	-8,3	-1,4	0,6	1,2	7,6	-1,4
2° trim.	-5,2	3,7	-17,9	-11,1	-16,7	-10,7	-9,0	-4,7	-2,9	-2,6	-7,5	8,3	-2,5
3° trim.	-7,2	2,5	-7,7	.	-10,2	-6,0	-7,6	-4,7	-0,6	0,5	-3,4	8,8	-2,6
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2002	6,0	1,8	4,1	-	0,3	-1,2	8,9	-	-2,0	6,0	3,9	0,9	2,5
2003	3,3	2,3	4,6	-	4,1	1,5	7,0	-	.	4,8	4,0	0,6	3,2
2004 1° trim.	.	1,5	4,7	-	-	.	-	-	.	-	5,2	-0,2	3,4
2° trim.	.	1,0	4,8	-	-	.	-	-	.	-	5,4	.	3,1
3° trim.	.	1,8	5,2	-	-	.	-	-	.	-	.	.	0,9
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	7,3	18,8	6,0	18,0	6,3	.
2004 2° trim.	8,4	5,4	9,6	4,7	9,8	11,2	5,8	7,5	18,9	6,1	18,5	6,4	4,7
3° trim.	8,3	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,1	18,7	5,9	17,8	6,3	4,5
4° trim.	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,2	6,3	.
2004 set.	8,3	5,3	8,8	5,1	9,7	10,3	5,9	7,0	18,6	5,9	17,7	6,6	4,5
ott.	8,3	5,2	8,5	5,1	9,7	9,9	6,0	7,0	18,5	5,9	17,5	6,2	4,6
nov.	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,2	6,4	4,6
dic.	8,3	5,1	8,3	5,5	9,6	9,3	6,2	7,0	18,3	5,8	16,8	6,4	.
2005 gen.	8,3	.	8,1	5,6	9,6	9,1	6,3	6,9	18,2	5,8	16,5	6,1	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

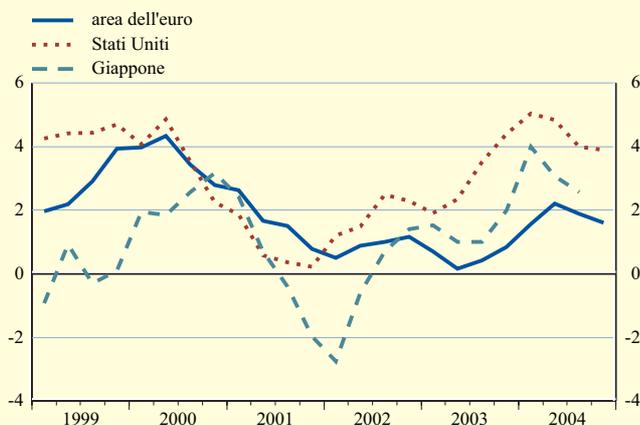
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,8	1,9	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,3	3,0	0,0	6,0	6,3	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,7
2004	2,7	-1,3	4,4	4,8	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	.	.
2003 4° trim.	1,9	3,6	4,4	1,6	5,9	4,7	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,7
2004 1° trim.	1,8	-0,7	5,0	3,2	5,7	4,5	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,3
2° trim.	2,9	-1,7	4,8	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,0
3° trim.	2,7	-1,2	4,0	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,4	48,3
4° trim.	3,3	-1,5	3,9	5,0	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	.	.
2004 ott.	3,2	-	-	5,6	5,5	5,3	2,08	4,08	1,2490	-	-
nov.	3,5	-	-	4,5	5,4	5,8	2,31	4,19	1,2991	-	-
dic.	3,3	-	-	4,9	5,4	6,2	2,50	4,23	1,3408	-	-
2005 gen.	3,0	-	-	5,0	5,2	6,0	2,66	4,21	1,3119	-	-
feb.	.	-	-	.	.	.	2,82	4,16	1,3014	-	-
Giappone											
2001	-0,7	4,4	0,2	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,3
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2004	0,0	.	2,6	5,6	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2003 4° trim.	-0,3	-4,3	2,1	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 1° trim.	-0,1	-6,5	4,0	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
2° trim.	-0,3	-6,7	3,1	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
3° trim.	-0,1	-5,9	2,3	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
4° trim.	0,5	.	0,8	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2004 ott.	0,5	0,7	-	-0,8	4,7	2,0	0,05	1,49	135,97	-	-
nov.	0,8	.	-	4,5	4,5	2,0	0,05	1,46	136,09	-	-
dic.	0,2	.	-	1,8	4,4	2,0	0,05	1,40	139,14	-	-
2005 gen.	-0,1	.	-	1,0	.	2,1	0,05	1,37	135,63	-	-
feb.	.	.	-	.	.	.	0,05	1,40	136,55	-	-

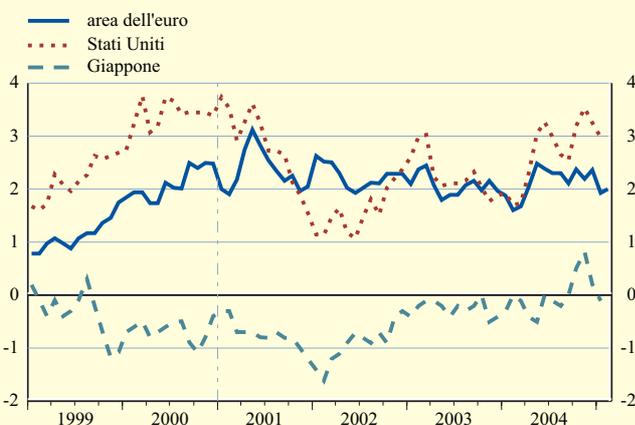
F33 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F34 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

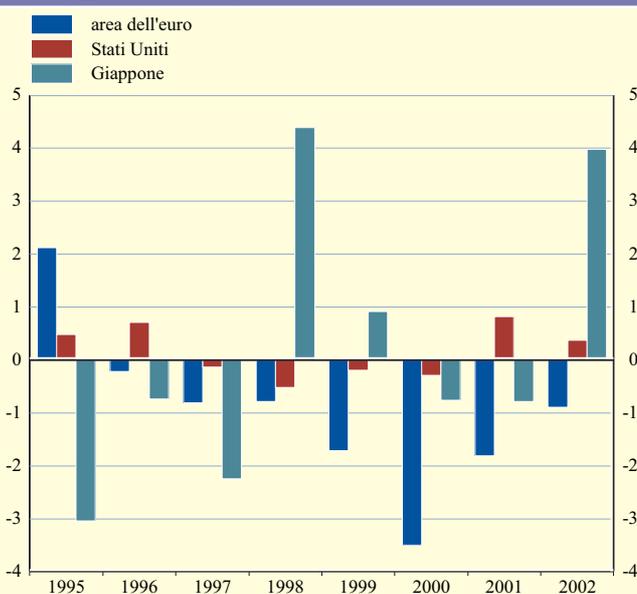
5) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone (in percentuale del PIL)

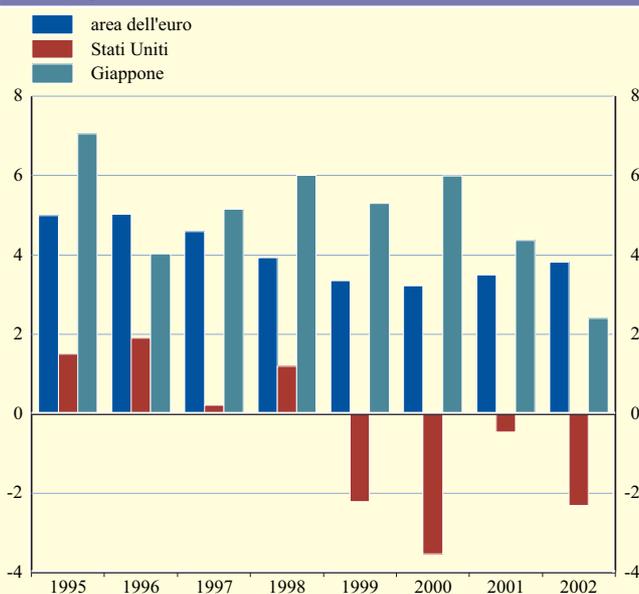
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie ¹⁾				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni	Spesa in beni di investimento ²⁾	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo ³⁾	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,5	9,0	12,3	7,5	12,6	2,4	12,6	2,3	11,1	5,8
2001	16,4	19,1	-3,7	8,0	8,4	1,8	7,6	0,9	1,8	12,7	5,3	10,7	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,2	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,8	4,3	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,3	8,6	2,4	0,8	13,1	7,2	10,7	8,0
2002 4° trim.	13,3	18,3	-4,7	7,1	7,0	5,4	8,3	4,3	0,7	12,9	3,4	10,5	8,1
2003 1° trim.	12,8	18,2	-5,0	6,9	6,9	3,6	7,8	2,4	0,9	12,8	6,7	10,2	9,1
2° trim.	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,3	8,5	3,3	2,0	13,1	10,0	10,5	12,4
3° trim.	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	3,2	8,7	1,1	0,2	13,3	9,3	11,2	6,8
4° trim.	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	5,0	9,2	2,7	0,0	13,2	3,0	10,7	4,0
2004 1° trim.	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,1	5,9	8,9	4,0	1,0	13,1	5,8	10,3	9,9
2° trim.	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,0	8,8	2,3	-0,6	13,3	6,5	10,3	7,6
3° trim.	13,9	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,4	9,1	2,0	-0,1	13,5	5,1	10,2	7,3
Giappone													
2000	27,8	26,3	2,3	15,4	15,5	0,9	14,5	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,5	-0,1
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,6	24,0	2,8	13,8	14,0	-1,7	15,3	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,0	-2,1
2003	26,3	23,9	.	.	.	3,2	16,0	-5,2	-0,2	.	-1,2	9,2	-0,8
2002 4° trim.	24,0	25,2	2,2	.	.	5,5	.	9,8	0,7	.	10,2	.	-1,7
2003 1° trim.	28,0	23,4	2,9	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,2	.	2,9
2° trim.	23,6	23,3	.	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
3° trim.	25,7	24,0	.	.	.	9,8	.	-5,5	-2,9	.	-5,5	.	1,1
4° trim.	27,8	24,8	.	.	.	11,5	.	6,5	1,2	.	8,7	.	-1,2
2004 1° trim.	30,7	24,0	.	.	.	11,3	.	0,6	-0,4	.	-7,5	.	2,6
2° trim.	.	23,0	.	.	.	-13,4	.	-12,7	-0,8	.	5,6	.	-6,0
3° trim.	.	23,8	.	.	.	5,0	.	-2,0	-1,8	.	-4,3	.	1,6

F35 Saldo finanziario delle società non finanziarie (in percentuale del PIL)



F36 Saldo finanziario delle famiglie¹⁾ (in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Banca del Giappone ed Economic and Social Research Institute.

1) Comprende le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

2) Investimenti fissi lordi in Giappone. La spesa in beni di investimento negli Stati Uniti comprende gli acquisti di beni di consumo durevoli.

3) Al risparmio lordo negli Stati Uniti si aggiunge la spesa per i beni di consumo durevoli.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi degli intermediari finanziari	S17
F9	Depositi di società non finanziarie e famiglie	S18
F10	Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F11	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F12	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F13	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S30
F14	Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente	S32
F15	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S33
F16	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F17	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
F18	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S36
F19	Nuovi depositi con durata prestabilita	S38
F20	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S38
F21	Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S39
F22	Tassi d'interesse del mercato monetario a 3 mesi	S39
F23	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S40
F24	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S40
F25	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S41
F26	Saldi di conto corrente	S54
F27	Investimenti diretti e di portafoglio	S54
F28	Conto dei beni	S55
F29	Conto dei servizi	S55
F30	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S59
F31	Tassi di cambio effettivi	S66
F32	Tassi di cambio bilaterali	S66
F33	PIL a prezzi costanti	S69
F34	Indici dei prezzi al consumo	S69
F35	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S70
F36	Saldo finanziario delle famiglie	S70

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t , cioè a_t^P , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori di destagionalizzazione (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono revisionati con periodicità annuale o quanto richiesto.

RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Definendo come T_t le transazioni nel trimestre t e come L_t le consistenze al termine del trimestre t , il tasso di crescita per il trimestre t viene calcolato come:

$$(j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.
- 2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” per le statistiche sulle emissioni di titoli, per le quali la BCE raccoglie le informazioni relative alle emissioni lorde e quelle relative ai rimborsi separatamente, e le “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

**RELATIVE ALLA TAVOLA 2
DELLA SEZIONE 7.1**

**DESTAGIONALIZZAZIONE
DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA
DEI PAGAMENTI**

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). I dati grezzi sui beni e sui servizi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle “giornate lavorative” e della

“Pasqua”. I dati sui crediti del conto dei redditi e di quello dei trasferimenti correnti sono preliminarmente sottoposti alla sola correzione per il numero di “giornate lavorative”. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. I debiti del conto dei trasferimenti correnti e i trasferimenti correnti non subiscono alcuna correzione preliminare. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell’area dell’euro. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Data services" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.int.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 2 marzo 2005.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 12, salvo diversa indicazione. Per i dati monetari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le statistiche sui fondi di investimento e i mercati finanziari, le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole, mentre nelle figure l'interruzione è indicata mediante una linea tratteggiata.

Per le statistiche monetarie, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, calcolate su una base nel 2000, utilizzano una serie che tiene conto dell'impatto dovuto all'ingresso della Grecia nell'area dell'euro.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche moneta-

rie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia, Slovacchia, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) ed il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, per strumenti con scadenza originaria fino a n anni si intendono quegli strumenti con scadenza originaria non superiore a n anni.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le

osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 sono stati implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coincide con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato in vigore nella fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari

al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle banche centrali iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività

consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE. La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero". La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente. Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie ¹ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 ².

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

Le sezioni 3.1 e 3.2 riportano dati trimestrali sui conti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, che comprendono le Amministrazioni pubbliche (S13 nel SEC 95), le società non finanziarie (S11) e le famiglie (S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio

1) GU L 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) GU L 250 del 2.10.2003, pag. 19.

delle famiglie (S15). I dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e transazioni finanziarie, classificati in base al SEC 95, e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento dei settori non finanziari. Sul lato delle fonti di finanziamento (passività), i dati sono presentati per settore (secondo le definizioni SEC 95) e per scadenza originaria degli strumenti ("a breve termine" indica una scadenza originaria fino a un anno, "a lungo termine" una scadenza superiore a un anno). Ovunque possibile i dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

La sezione 3.3 riporta dati trimestrali sui conti finanziari delle aziende di assicurazione e dei fondi pensione (S125 nel SEC 95) dell'area dell'euro. Come nelle sezioni 3.1 e 3.2, i dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e le transazioni finanziarie e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento di questo settore.

I dati trimestrali di queste tre sezioni sono basati sui conti finanziari nazionali trimestrali, sulle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli. Le sezioni 3.1 e 3.2 si riferiscono, inoltre, ai dati tratti dalle statistiche bancarie internazionali della BRI. Tutti i paesi dell'area dell'euro contribuiscono alle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli, ma l'Irlanda e il Lussemburgo per il momento non forniscono dati trimestrali sui conti finanziari nazionali.

La sezione 3.4 riporta dati annuali sui risparmi, sugli investimenti (finanziari e non finanziari) e sulle fonti di finanziamento dei settori dell'area dell'euro nel suo complesso e separatamente per le società non finanziarie e per le famiglie. Questi dati annuali forniscono, in particolare, informazioni per settore più complete in merito all'acquisizione di attività finanziarie e sono coerenti con i dati trimestrali riportati nelle due sezioni precedenti.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono.

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta le emissioni, i rimborsi e le consistenze in essere di titoli per tutte le scadenze, con una scomposizione aggiuntiva di

titoli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti.

Le colonne da 1 a 4 riportano le consistenze in essere, le emissioni lorde, i rimborsi e le emissioni nette per tutti i titoli denominati in euro. Le colonne da 5 a 8 riportano le medesime voci per tutti i titoli non azionari (ovvero, titoli di debito) emessi da soggetti residenti nell'area. Le colonne da 9 a 11 le quote (in percentuale) di consistenze in essere, emissioni lorde, rimborsi e emissioni nette di titoli emessi in euro da residenti nell'area. La colonna 12 riporta le emissioni nette da parte di residenti nell'area di titoli denominati in euro.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere e emissioni lorde di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95³. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella sezione 4.1 alla colonna 5. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 4.2.1) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di mercato monetario e alle obbligazioni emesse dalle IFM che compaiono nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8).

Il totale delle emissioni lorde relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni lorde da parte di residenti nell'area dell'euro della colonna 6 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine (colonna 6 della sezione 4.1) e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile (colonna 7 della tavola 2 nella sezione 4.2) è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente si riferiscono, per i dati mensili, ai dati di fine mese, mentre, per i dati trimestrali e annuali alla variazione rispetto alla media nel periodo considerato. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, riva-

3) I codici numerici SEC 95 per i settori indicati nelle tavole del Bollettino sono i seguenti: IFM (incluso l'Eurosistema), che comprendono la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro (S121) e le altre istituzioni finanziarie monetarie (S122); società finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (S123), gli ausiliari finanziari (S124) e le imprese di assicurazione e i fondi pensione (S125); società non finanziarie (S11); amministrazioni centrali (S1311); altre amministrazioni pubbliche, che comprendono le amministrazioni statali nei paesi a struttura federale (S1312), le amministrazioni locali (S1313) e gli enti di previdenza (S1314).

lutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile della BCE dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso overnight fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio overnight dell'euro (EONIA). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (EURIBOR) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal LIBOR.

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino al dicembre 1998 i rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla Classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione

comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁴. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001⁵. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base. Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano i costi del lavoro medi per ora lavorata. Tali indicatori non coprono i settori dell'agricoltura, della pesca, delle Amministrazioni pubbliche, dell'istruzione, della sanità e degli altri servizi non classificati. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati nazionali non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in par-

ticolare: quello tessile, della produzione di pasta-cartta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli ed al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.4 riportano le posizioni di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmen-

4) GU L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) GU L. 86 del 27.3.2001, pag. 11

te. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.4, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000⁶, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle Amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle Amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002⁷ sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione

statistica della BCE (BCE/2004/15)⁸ e con la documentazione dell'Eurostat. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmf.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004).

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni

6) GU L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

7) GU L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

8) GU L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

bisestili e della Pasqua. La tavola 5 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 6 e 7 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna 12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e 6), le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei

confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulate di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Tratta-*

mento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la stagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono stagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della sezione 7.5.1 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories - BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.3). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono ba-

sati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾

9 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

23 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di attuare due misure volte ad accrescere l'efficienza dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

In primo luogo, il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria sarà ridefinito, in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Inoltre, l'eventuale modifica del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti avrà effetto, di norma, in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento.

In secondo luogo, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali sarà ridotta da due a una settimana.

Si prevede che queste misure divengano effettive nel corso del primo trimestre del 2004.

Facendo seguito al comunicato stampa del 10 luglio 2002, il Consiglio direttivo decide anche di mantenere a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2003. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte delle liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

6 FEBBRAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

6 MARZO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 marzo 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dal 7 marzo 2003.

3 APRILE 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

8 MAGGIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2000, cfr. le pagg. 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE e le pagine 231-233 del Rapporto Annuale 2001 della BCE.

Annuncia altresì i risultati della sua valutazione della strategia di politica monetaria della BCE. La strategia, annunciata il 13 ottobre 1998, si impernia su tre cardini: una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi e una valutazione di ampio respiro delle prospettive per l'andamento dei prezzi.

Il Consiglio direttivo conferma la definizione di stabilità dei prezzi formulata nell'ottobre 1998, ovvero: "La stabilità dei prezzi è definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Allo stesso tempo esso ha deciso che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefiggerà di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Il Consiglio direttivo ha confermato che le sue decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un esame completo dei rischi per la stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo il Consiglio direttivo decide di rendere più chiaro nella sua comunicazione il ruolo svolto rispettivamente dall'analisi economica e dall'analisi monetaria nel processo che porta ad una valutazione complessiva univoca sui rischi per la stabilità dei prezzi.

Al fine di sottolineare la natura di lungo periodo del valore di riferimento per la crescita della moneta come benchmark per la valutazione degli andamenti monetari, il Consiglio direttivo ha altresì deciso di non effettuare più una revisione annuale di tale valore. Esso continuerà, tuttavia, a esaminare le condizioni e le ipotesi sottostanti alla sua derivazione.

5 GIUGNO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50 punti percentuali, al 2,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2003. In aggiunta, deci-

de di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento, a decorrere dal 6 giugno 2003.

10 LUGLIO, 31 LUGLIO, 4 SETTEMBRE, 2 OTTOBRE, 6 NOVEMBRE, 4 DICEMBRE 2003 E 8 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

12 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

10 MARZO 2004

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle

operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotta da due a una settimana e il periodo di mantenimento del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema è ridefinito in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria, anziché con il 24° giorno del mese.

**1 APRILE, 6 MAGGIO, 3 GIUGNO, 1 LUGLIO,
5 AGOSTO, 2 SETTEMBRE, 7 OTTOBRE, 4 NOVEMBRE,
2 DICEMBRE 2004 E 13 GENNAIO 2005**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

3 FEBBRAIO E 3 MARZO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.



IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)

II FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET

Nel quarto trimestre del 2004 il sistema Target ha regolato in media giornaliera 273.232 pagamenti, per un valore complessivo di 1.763 miliardi di euro. Rispetto al trimestre precedente ciò rappresenta un aumento del 7 per cento in termini di volume e dell'8 per cento in termini di valore. Tutti i segmenti del sistema hanno registrato un aumento sia in volume che in valore. Ciò costituisce una inversione rispetto all'andamento stagionale del terzo trimestre e porta i numeri in linea con la media annuale. La quota di mercato complessiva di Target è rimasta invariata all'88 per cento in termini di valore e al 57 per cento in termini di volume.

PAGAMENTI ALL'INTERNO DEGLI STATI MEMBRI

Nel quarto trimestre del 2004 Target ha gestito un numero medio giornaliero di 207.992 pagamenti interni agli Stati membri, per un valore complessivo di 1.184 miliardi di euro per giornata lavorativa. Rispetto al trimestre precedente, ciò rappresenta un aumento del 7 per cento in termini di volume e dell'8 per cento in termini di valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2003 il volume è diminuito dell'1 per cento, mentre il valore è aumentato dell'11 per cento. I pagamenti all'interno degli Stati membri hanno rappresentato il 76,1 e il 67,2 per cento del totale regolato in Target, rispettivamente in volume e in valore. Nel quarto trimestre del 2004 il valore medio di tali pagamenti è aumentato a 5,7 milioni di euro da 5,6 del trimestre precedente. Il maggior volume giornaliero si è registrato il 20 dicembre 2004, quando il numero totale di pagamenti regolati è stato pari a 288.415. In termini di valore, il massimo si è registrato il 15 dicembre, con 1.571 miliardi di euro. Il 66 per cento dei pagamenti all'interno degli Stati membri è stato di importo unitario non superiore a 50.000 euro, mentre l'11 per cento si è collocato su valori superiori a un milione di euro. In media giornaliera, 127 pagamenti all'interno degli Stati membri hanno superato il valore unitario di un miliardo di euro.

PAGAMENTI TRA STATI MEMBRI

Nel quarto trimestre del 2004 il numero medio giornaliero dei pagamenti tra Stati membri regolati in Target è stato pari a 65.240, per un valore complessivo di 579 miliardi di euro. Rispetto al terzo trimestre del 2004, ciò ha rappresentato un aumento del 6 per cento in termini di volume e dell'8 per cento in valore. Rispetto al periodo corrispondente nel 2003, le transazioni tra Stati membri sono aumentate del 4 per cento in volume e del 9 per cento in valore.

Rispetto al trimestre precedente, la componente interbancaria è aumentata del 6 per cento in volume e dell'8 per cento in valore. I pagamenti per conto della clientela sono aumentati del 6 e del 14 per cento, rispettivamente in volume e in valore. In rapporto al traffico medio giornaliero dei pagamenti tra Stati membri, la componente interbancaria è risultata pari al 48,4 per cento in volume e al 94,9 per cento in valore. Rispetto al trimestre precedente, il valore medio dei pagamenti interbancari è aumentato da 17,1 a 17,4 milioni di euro, quello dei pagamenti per conto della clientela è cresciuto da 799.000 a 875.000 euro. Nel quarto trimestre 2004 il maggiore traffico giornaliero per i pagamenti tra Stati membri regolati in Target è stato registrato il 20 dicembre (ovvero il lunedì della settimana prima di Natale, un fenomeno osservato anche in anni precedenti), quando il numero totale di pagamenti è stato pari a 92.427. Il 63 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato di importo unitario non superiore a 50.000 euro, mentre il 15 per cento si è collocato su valori superiori a un milione di euro. In media giornaliera, circa 40 pagamenti tra Stati membri hanno superato il valore unitario di un miliardo di euro.

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET

Nel quarto trimestre del 2004 la disponibilità complessiva di Target è stata del 99,77 per cento, rispetto al 99,79 del trimestre precedente. Il

numero di “incidenti” con effetti sulla disponibilità di Target è stato pari a 26, cioè 6 in meno rispetto al trimestre precedente. La tavola 1 riporta i valori relativi alla disponibilità di ciascuna componente nazionale del sistema e del meccanismo dei pagamenti della BCE (ECB payment mechanism – EPM).

Nel quarto trimestre il 96,37 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato regolato in meno di 5 minuti. Per il 2,90 per cento dei pagamenti si è reso necessario un tempo compreso tra i 5 e i 15 minuti e per lo 0,33 per cento fra i 15 e i 30 minuti. In media, il tempo di regolamento è stato superiore ai 30 minuti per 517 dei 65.240 pagamenti regolati giornalmente fra gli Stati membri.

Tavola 1 Disponibilità di Target per ciascuna componente nazionale e per il meccanismo dei pagamenti della BCE

Componenti di Target	Disponibilità 4° trim. 2004 (in percentuale)
Belgio	100,00
Danimarca	100,00
Germania	99,23
Grecia	99,69
Spagna	99,89
Francia	99,92
Irlanda	99,54
Italia	100,00
Lussemburgo	99,89
Paesi Bassi	100,00
Austria	99,94
Portogallo	99,73
Finlandia	99,82
Svezia	99,79
Regno Unito	99,80
Meccanismo dei pagamenti della BCE	99,15
Disponibilità complessiva di Target	99,77

Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)

	2003		2004			
	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Target						
Totale pagamenti Target						
volume totale	17.404.115	17.071.290	17.264.247	16.871.971	18.033.316	
media giornaliera	271.939	266.739	274.036	255.636	273.232	
Pagamenti Target tra Stati membri						
volume totale	4.023.122	4.184.179	4.286.846	4.068.531	4.305.815	
media giornaliera	62.861	65.378	68.045	61.644	65.240	
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri						
volume totale	13.380.993	12.887.111	12.977.401	12.803.440	13.727.501	
media giornaliera	209.078	201.361	205.990	193.992	207.992	
Altri sistemi						
Euro 1 (EBA)						
volume totale	10.088.174	9.669.240	9.840.955	10.831.383	11.382.418	
media giornaliera	157.628	151.082	156.206	164.112	172.420	
Paris Net Settlement (PNS)						
volume totale	1.833.104	1.772.742	1.767.244	1.700.070	1.766.831	
media giornaliera	28.642	27.669	28.051	25.759	26.770	
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)						
volume totale	423.513	365.097	316.448	237.482	139.269	
media giornaliera	6.617	5.705	5.023	3.598	2.360	
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)						
volume totale	134.620	131.082	184.269	128.745	119.693	
media giornaliera	2.103	2.048	2.925	1.951	1.813	

Tavola 3 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: valore delle transazioni

(miliardi di euro)

	2003		2004		
	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Target					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	102.686	109.062	111.025	107.592	116.389
media giornaliera	1.604	1.704	1.762	1.630	1.763
Pagamenti Target tra Stati membri					
ammontare totale	34.128	36.487	36.046	35.378	38.226
media giornaliera	533	570	572	536	579
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
ammontare totale	68.558	72.575	74.979	72.214	78.163
media giornaliera	1.071	1.134	1.190	1.094	1.184
Altri sistemi					
Euro 1 (EBA)					
ammontare totale	10.898	11.647	10.987	10.487	11.005
media giornaliera	170	182	174	159	167
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	4.180	4.276	4.765	4.217	4.215
media giornaliera	65	67	76	64	64
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
ammontare totale	74	60	60	110	37
media giornaliera	1	1	1	2	1
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
ammontare totale	104	120	117	117	113
media giornaliera	2	2	2	2	2

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2004. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra dicembre 2004 e febbraio 2005. Le pubblicazioni sono disponibili gratuitamente presso la Divisione Stampa e Informazione della BCE. Si prega di inviare le richieste per iscritto all'indirizzo postale indicato sul retro del frontespizio.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2003, aprile 2004.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

L'UEM e la conduzione delle politiche di bilancio, gennaio 2004.

Indagini congiunturali relative agli andamenti dell'attività, dei prezzi e del mercato del lavoro nell'area dell'euro: caratteristiche e utilizzi, gennaio 2004.

La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro, gennaio 2004.

Le economie dei nuovi paesi membri alla vigilia del loro ingresso nella UE, febbraio 2004.

Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, febbraio 2004.

L'impatto del principio del fair value sul settore bancario europeo – una prospettiva di stabilità finanziaria, febbraio 2004.

L'influenza delle politiche di bilancio sulla stabilità economica e sui prezzi, aprile 2004.

Gli sviluppi futuri del sistema Target, aprile 2004.

I paesi partner del "processo di Barcellona" e le loro relazioni con l'area dell'euro, aprile 2004.

L'economia dell'UE dopo l'adesione dei nuovi Stati membri, maggio 2004.

Il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro, maggio 2004.

I metodi di attenuazione dei rischi nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, maggio 2004.

Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali, luglio 2004.

Analisi della resilienza del settore bancario dell'Unione europea dal 2000, luglio 2004.

La costituzione europea e la BCE, agosto 2004.

Proprietà e utilizzo dei conti trimestrali delle Amministrazioni pubbliche, agosto 2004.

Banconote in euro: primi anni di esperienza, agosto 2004.

Analisi monetaria in tempo reale, ottobre 2004.

L'integrazione economica in alcune regioni al di fuori della unione europea, ottobre 2004.

I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro, novembre 2004.

Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie, novembre 2004.

Sviluppi strutturali e normativi in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria nell'Unione europea, novembre 2004.

Il nuovo accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali: principali caratteristiche e implicazioni, gennaio 2005.

I flussi di capitale verso le economie emergenti: nuove caratteristiche e sviluppi recenti, gennaio 2005.

La disciplina di mercato per le banche, febbraio 2005.

L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria, febbraio 2005.

Bilanci dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti, febbraio 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Publicazione mensile disponibile da agosto 2003.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 9 *Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications*, di M. G. Briotti, febbraio 2004.
- 10 *The acceding countries' strategies toward ERM II and the adoption of the euro: an analytical review*, dello staff team composto da P. Backé, C. Thimann, O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl e C. Nerlich, febbraio 2004.
- 11 *Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases*, di A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich e C. Thimann, febbraio 2004.
- 12 *Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages*, di R. Anderton, F. Di Mauro e F. Moneta, aprile 2004.
- 13 *Fair value accounting and financial stability*, a cura di un gruppo interno coordinato da Andrea Enria e comprendente Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires e Paolo Poloni, aprile 2004.
- 14 *Measuring financial integration in the euro area*, di L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova e C. Monnet, aprile 2004.
- 15 *Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics*, di Henning Ahnert e Geoff Kenny, maggio 2004.
- 16 *Market dynamics associated with credit ratings: a literature review*, di F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland e C. Zins, giugno 2004.
- 17 *Corporate "excesses" and financial market dynamics*, di A. Maddaloni e D. Pain, luglio 2004.
- 18 *The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents*, di A. Geis, A. Mehl e S. Wredenberg, luglio 2004.
- 19 *Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective*, della task force dell'MPC del SEBC, luglio 2004.
- 20 *The supervision of mixed financial services groups in Europe*, di F. Dierick, agosto 2004.
- 21 *Euro area inflation differentials*, di I. Angeloni e M. Ehrmann, settembre 2004.
- 22 *Assessing potential output growth in the euro area – A growth accounting perspective*, di A. Musso e T. Westermann, gennaio 2005.
- 23 *The bank lending survey for the euro area*, di J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, febbraio 2005.
- 24 *Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*, di V. Genre, D. Momferatou e G. Mourre, febbraio 2005.

WORKING PAPERS SERIES

- 419 *The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries*, di M. Hallerberg, R. Strauch e J. von Hagen, dicembre 2004.
- 420 *On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union*, di C. Detken, V. Gaspar e B. Winkler, dicembre 2004.
- 421 *EU fiscal rules: issues and lessons from political economy*, di L. Schuknecht, dicembre 2004.
- 422 *What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances*, di M. Tujula e G. Wolswijk, dicembre 2004.
- 423 *Price setting in France: new evidence from survey data*, di Claire Louprias e Roland Ricart, dicembre 2004.

- 424 *An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates*, di F. Breedon e P. Vitale, dicembre 2004.
- 425 *Geographic versus industry diversification: constraints matter*, di P. Ehling e S. Brito Ramos, gennaio 2005.
- 426 *Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds*, di D. P. Miller e J. J. Puthenpurackal, gennaio 2005.
- 427 *Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?*, di K. Kauko, gennaio 2005.
- 428 *Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings*, di V. Pons-Sanz, gennaio 2005.
- 429 *Cross-border diversification in bank asset portfolios*, di C. M. Buch, J. C. Driscoll e C. Ostergaard, gennaio 2005.
- 430 *Public policy and the creation of active venture capital markets*, di M. Da Rin, G. Nicodano e A. Sembenelli, gennaio 2005.
- 431 *Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry*, di G. Calzolari e G. Loranth, gennaio 2005.
- 432 *Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms*, di Y. Chung Cheung, F. de Jong e B. Rindi, gennaio 2005.
- 433 *Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility*, di R. Beetsma e X. Debrun, gennaio 2005.
- 434 *Interest rates and output in the long run*, di Y. Aksoy e M. Leòn-Ledesma, gennaio 2005.
- 435 *Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?*, di L. Schuknecht e V. Tanzi, febbraio 2005.
- 436 *Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany*, di L. Cappiello e S. Guéné, febbraio 2005.
- 437 *What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants*, di E. Papaioannou, febbraio 2005.
- 438 *Quality of public finances and growth*, di A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht e M. Thöne, febbraio 2005.
- 439 *A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market*, di V. Brousseau e A. Manzanares, febbraio 2005.
- 447 *Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications*, di O. Castrén e S. Mazzotta, febbraio 2005.
- 440 *Estimating and analysing currency options implied risk-neutral density functions for the largest new EU member states*, di O. Castrén, febbraio 2005.
- 441 *The Phillips curve and long-term unemployment*, di R. Llaudes, febbraio 2005.
- 442 *Why do financial systems differ? History matters*, di C. Monnet e E. Quintin, febbraio 2005.
- 443 *Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data*, di S. Rosati e S. Secola, febbraio 2005.
- 444 *Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy*, di L. Stracca e A. al-Nowaihi, febbraio 2005.
- 445 *Welfare implications of joining a common currency*, di M. Ca'Zorzi, R. A. De Santis e F. Zampolli, febbraio 2005.
- 446 *Trade effects of the euro: evidence from sectoral data*, di R. E. Baldwin, F. Skudelny e D. Taglioni, febbraio 2005.
- 447 *Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications* di O. Castrén e S. Mazzotta, February 2005.

ALTRE PUBBLICAZIONI

Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations, gennaio 2004.

The monetary policy of the ECB, gennaio 2004.

L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria, febbraio 2004.

Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10, febbraio 2004.

Comments on the communications from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document), febbraio 2004.

Foreign direct investment task force report, marzo 2004.

External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank, aprile 2004.

Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004), aprile 2004.

Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004), aprile 2004.

TARGET compensation claim form, aprile 2004.

Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe, aprile 2004.

The use of central bank money for settling securities transactions, maggio 2004.

TARGET Annual Report 2003, maggio 2004.

Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles, maggio 2004.

Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management, maggio 2004.

Risk Management for Central Bank Foreign Reserves, maggio 2004.

Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan, giugno 2004.

The development of statistics for Economic and Monetary Union, di Peter Bull, luglio 2004.

ECB staff macroeconomic projections for the euro area, settembre 2004.

Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option”, settembre 2004.

Institutional provisions: statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedure, settembre 2004.

Convergence Report 2004, ottobre 2004.

Standards for securities clearing and settlement in the European Union, ottobre 2004.

The European Central Bank - History, role and functions, ottobre 2004.

E-payments without frontiers, ottobre 2004.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2004.

Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries, novembre 2004.

Report on EU banking structure 2004, novembre 2004.

EU banking sector stability 2004, novembre 2004.

Letter from the ECB President to the President of the European Parliament, novembre 2004.

Letter from the ECB President to Mr. Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs, novembre 2004.

Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, dicembre 2004.

Towards a single euro payments area – third progress report, dicembre 2004.

The euro bond market study 2004, dicembre 2004.

Financial stability review, dicembre 2004.

Review of the requirements in the field of general economic statistics, dicembre 2004.

Research network on capital markets and financial integration in Europe, dicembre 2004.

Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers, gennaio 2005.

Review of the international role of the euro, gennaio 2005.

Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report, gennaio 2005.

Banking structures in the new EU Member States, gennaio 2005.

Progress Report on Target2, febbraio 2005.

The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, febbraio 2005.

Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation, febbraio 2005.

Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures, febbraio 2005.

OPUSCOLI INFORMATIVI

Information guide for credit institutions using TARGET, luglio 2003.

TARGET2 – the future TARGET system, settembre 2004.

TARGET – the current system, settembre 2004.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esauritivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, esse costituiscono un settore comprendente gli enti residenti che producono soprattutto beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o che redistribuiscono il prodotto e la ricchezza nazionali. Vi sono inclusi l'amministrazione centrale, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, come le aziende pubbliche.

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali l'oro, le banconote e monete in valuta estera, i titoli emessi da non residenti nell'area e i prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali i depositi detenuti da non residenti nell'area, le operazioni pronti contro termine, le quote/partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, i prestiti e i depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Esso costituisce la principale fonte per il calcolo delle statistiche sugli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è costituita dal fatto che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e il prodotto interno lordo a prezzi costanti per persona occupata.

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le Amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli e detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [yield curve]: una curva che descrive la relazione esistente in un determinato momento fra il tasso di interesse o il rendimento e la scadenza per titoli di debito con stesso rischio di credito ma scadenze differenti. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse per coppia di scadenze.

Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]: i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

Debito (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]: il debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle Amministrazioni pubbliche.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso le banche centrali, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Disavanzo (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [deficit (general government)]: l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle Amministrazioni pubbliche.

Eonia [Eonia (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario overnight in euro. E' calcolato come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [Euribor (euro interbank offered rate)]: tasso al quale vengono concessi i prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito, calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie non superiori ai dodici mesi.

Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]: fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

Forze di lavoro [labour force]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Impieghi disponibili [job vacancies]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [Bank lending survey]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [hourly labour cost index]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (nonché le gratifiche di qualsiasi genere), i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro e altri costi (quali i costi di formazione, di reclutamento e le imposte relative all'occupazione), al netto dei sussidi, per ora effettivamente lavorata. I costi per ora lavorata si ottengono dividendo il totale dei detti costi relativi a tutti gli occupati per il totale delle ore da loro lavorate (comprese le ore di straordinario).

Indice delle retribuzioni contrattuali [index of negotiated wages]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inerzia salariale [wage drift]: il divario fra il tasso di crescita degli stipendi e dei salari effettivamente corrisposti e quello delle retribuzioni contrattuali (per es. a causa di elementi aggiuntivi quali gratifiche, premi di promozione e clausole previste in caso di inflazione inattesa).

Investimenti di portafoglio [portfolio investment]: le transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività") e le transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni

sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali con lo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una quota di almeno il 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) [*Monetary Financial Institutions (MFIs)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore che emette moneta dell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

M1: un aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le Amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: un aggregato monetario intermedio che comprende M1 più i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore ai due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le Amministrazioni centrali.

M3: un aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore ai due anni emessi dalle IFM.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: l'accordo di cambio che fornisce l'assetto per la cooperazione nelle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri della UE non partecipanti alla Fase Tre della UEM.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: una regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Tali operazioni sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: una regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Tali operazioni sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema, attraverso le quali le controparti possono ottenere credito overnight dalle banche centrali nazionali a un tasso di interesse predefinito a fronte di attività idonee.

Parità centrale [*central parity*]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: i depositi con durata prestabilita superiore ai due anni, i depositi rimborsabili con preavviso superiore ai tre mesi, i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore ai due anni nonché il capitale e le riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: il valore e la composizione delle consistenze delle attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato [*compensation per employee*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

Retribuzioni lorde mensili [*gross monthly earnings*]: i salari e gli stipendi lordi mensili degli occupati, compresi i contributi previdenziali a loro carico.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che le istituzioni creditizie devono detenere a titolo di riserva presso la banca centrale. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri di un periodo di mantenimento di circa un mese.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-23 (comprendente i 13 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'area) e il TCE-42 (composto dal TCE-23 più altri 19 paesi). I pesi utilizzati riflettono l'importanza di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali applicando come deflatore una media ponderata dei prezzi o costi esteri relativi a quelli interni; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dalle enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: i tassi di interesse che vengono fissati dal Consiglio direttivo e che riflettono l'orientamento della politica monetaria della BCE. Essi sono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle Amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: una promessa da parte dell'emittente (il prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (il prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Tali titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (la cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che è coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente il valore di riferimento per la crescita sui dodici mesi di M3 è pari al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: misura della variabilità attesa (deviazione standard in termini di variazioni percentuali annualizzate) dei prezzi, ad es., delle obbligazioni o delle azioni (o dei contratti future corrispondenti), che può essere desunta dai prezzi delle opzioni.